

Podwyżka stóp procentowych - krok w dobrą stronę, ale co dalej?

Autor: **Przemysław Rapka**

- **Rada Polityki Pieniężnej dnia 06.10.2021 zdecydowała się podnieść stopy procentowe, ale jeszcze nie do poziomów sprzed pandemii**
- **W trakcie konferencji w dniu 07.10.2021 profesor Glapiński podał powód podniesienia stóp procentowych**
- **Główny powód to zapobiegnięcie utrwaleniu inflacji w średnim okresie**
- **Jednocześnie profesor Glapiński podkreślał, że inflacja obecnie ma charakter globalny i podażowy**
- **Czy faktycznie NBP nic nie może poradzić na inflację?**

Nareszcie podwyżki stóp

Szóstego października 2021 roku Narodowy Bank Polski w końcu zdecydował się podnieść stopy procentowe. Jest to posunięcie, którego domagało się wielu ekonomistów, a także niektórzy członkowie Rady Polityki Pieniężnej. Domagano się tej podwyżki, ponieważ inflacja w Polsce narastała od jakiegoś czasu, a w trakcie pandemii przyspieszyła. Od marca 2021 t. inflacja pozostawała powyżej celu inflacyjnego, a kolejne odczyty były coraz wyższe — ostatnio inflacja osiągnęła 5,8%. Biorąc pod uwagę, że cel inflacyjny wynosi 2,5%, była to najwyższa pora, aby NBP podjął działania.

Wcześniej NBP podejmował działania mające oficjalnie na celu pobudzenie gospodarki w czasie pandemii. Od wybuchu obecnego kryzysu zdrowotnego do wczoraj, NBP tak zmieniał stopy procentowe:

- Stopę referencyjną obniżył z 1,5% do 0,1%. Dnia 06.10.21 podniósł do 0,5%;
- Stopę lombardową z 2,5% do 0,5%. Dnia 06.10.21 podniósł do 1%;
- Stopę depozytową z 0,5% do 0%. Stopa pozostała niezmienną;

- Dnia 06.10.21 stopa rezerw obowiązkowych została podniesiona z 0,5% do 2%;
- Stopę redyskonta weksli z 1,75% do 0,11%. Dnia 06.10.21 podniósł do 0,51%;
- NBP wprowadził w marcu 2020 roku stopę dyskontową weksli, która początkowo wynosiła 1,1%, ale została obniżona szybko do 0,12%. Wczoraj została podniesiona do 0,52%.

NBP podniósł więc niemal wszystkie stopy procentowe poza stopą depozytową. Zaskoczył przy tym rynki swoją decyzją, podnosząc stopy procentowe mocniej, niż rynek oczekiwał — spodziewano się podwyżki stopy referencyjnej o 0,15 punktu procentowego, a RPP zdecydowała podnieść ją o 0,4 punktu procentowego. Reakcja rynków na to była szybka: kurs złotego do dolara amerykańskiego umocnił się z 4 zł za dolara do 3,93 za dolara; natomiast cena euro spadła z 4,59 do 4,56. Wzrosły również [kursy banków](#) — stopy procentowe są bardzo ważne dla sektora bankowego, ponieważ obniżenie stóp procentowych obniża dochód odsetkowy banków, czyli wpływa negatywnie na ich zyski.

[Natomiast 07.10.2021 profesor Glapiński wystąpił publicznie](#) i zakomunikował, dlaczego stopy procentowe podniesiono, jaki był cel tej podwyżki, co według niego jest przyczyną obecnej inflacji oraz dlaczego podwyżka stóp nie obniży inflacji. Przeanalizujemy decyzję RPP i wypowiedź prezesa NBP.

Dlaczego podniesiono stopy procentowe?

Odpowiedź wydaje się oczywista — z powodu inflacji. Stopy procentowe wpływają na aktywność gospodarczą, a przez to na inflację. Jednak tym razem RPP, jak poinformował profesor Glapiński, podniosła stopy nie po to, by obniżyć inflację, ale po to, by przeciwdziałać ryzyku utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie w średnim okresie. Jednocześnie podkreślił, że ta podwyżka stóp, chociaż wyższa od oczekiwanej przez rynek, nie pomoże na inflację, ponieważ inflacja obecnie — według profesora Glapińskiego — wynika z czynników podażowych.

W trakcie swojego wystąpienia profesor Glapiński wielokrotnie podkreślał, że inflacja wynika z globalnych czynników podażowych. Zwracał uwagę, że obecnie na całym świecie mamy do czynienia z inflacją — można powiedzieć, że jest to obecnie zjawisko globalne. Wynika ona również ze zmian, na które NBP nie ma możliwości wpłynąć. Profesor Glapiński zwracał uwagę na problemy z

łańcuchami dostaw, koszty frachtu i wielokrotnie podkreślał wzrost cen surowców energetycznych oraz rolnych. Jednocześnie poinformował, że niedawno wystąpiły kolejne szoki podażowe, które sprawiły, że inflacja będzie wyższa i utrzyma się przez dłuższy czas.

Komunikat w sprawie inflacji ze strony profesora Glapińskiego jest więc jasny — NBP nie jest w stanie zaradzić obecnej inflacji i podwyżka stóp, chociaż znacznie wyższa od oczekiwanej, nie obniży inflacji. Za inflację odpowiadają globalne czynniki podażowe oraz ceny surowców; natomiast same ceny surowców energetycznych są zależne w dużej mierze od polityki zagranicznej innych państw, na które siłą rzeczy NBP również nie ma wpływu. Tak więc podwyżka ma zapobiegać jedynie utrwaleniu się wyższych oczekiwań inflacyjnych Polaków.

Dziwny cel podwyżki stóp

Wypowiedź profesora Glapińskiego odnośnie do celu podwyżki stóp jest nieco zaskakująca. Z jednej strony NBP podobno nic nie może poradzić na obecną inflację; ta spadnie dopiero wtedy, gdy łańcuchy dostaw zostaną naprawione. Z drugiej strony NBP podejmuje działania mające powstrzymać utrwalenie się inflacji na wyższym poziomie w średnim okresie. No i tutaj pojawia się problem — skoro NBP nie może nic zrobić z obecną inflacją, to jak podwyżka stóp ma zapobiec utrwaleniu się inflacji? Jeśli NBP nie może nic zrobić z obecną inflacją, to w takim razie podwyżka stóp nie zapobiegnie utrwaleniu się inflacji.

Co znaczy utrwalenie się inflacji w średnim okresie? Prawdopodobnie profesor Glapiński odnosił się do oczekiwań inflacyjnych ludzi. Oczekiwania te wpływają na inflację, ponieważ jeśli ludzie oczekują dalszego wzrostu cen, to będą szybciej wydawać pieniądze z powodu obaw przed utratą wartości. W ten sposób oczekiwana wyższa inflacja prowadzi do wyższej inflacji, ponieważ ludzie trzymają mniejsze salda gotówkowe i więcej wydają, gdyż obawiają się utraty siły nabywczej. Coraz wyraźniej słychać niezadowolenie z obecnej inflacji. Ekonomisci, jak i niektórzy członkowie RPP zwracają uwagę, że inflacja ma również charakter popytowy i należy podnieść stopy w celu walki z inflacją. Te głosy to sygnał, że ludzie obawiają się inflacji i być może z powodu tych opinii RPP zdecydowała się podnieść stopy procentowe mocniej, niż oczekiwał rynek; NBP chciał pokazać ludziom, że mogą podjąć odpowiednie działania, gdy tylko będą konieczne. Jednocześnie profesor Glapiński starał się przekonać, że działania te nie mogą wpłynąć na inflację. Biorąc pod uwagę wypowiedź

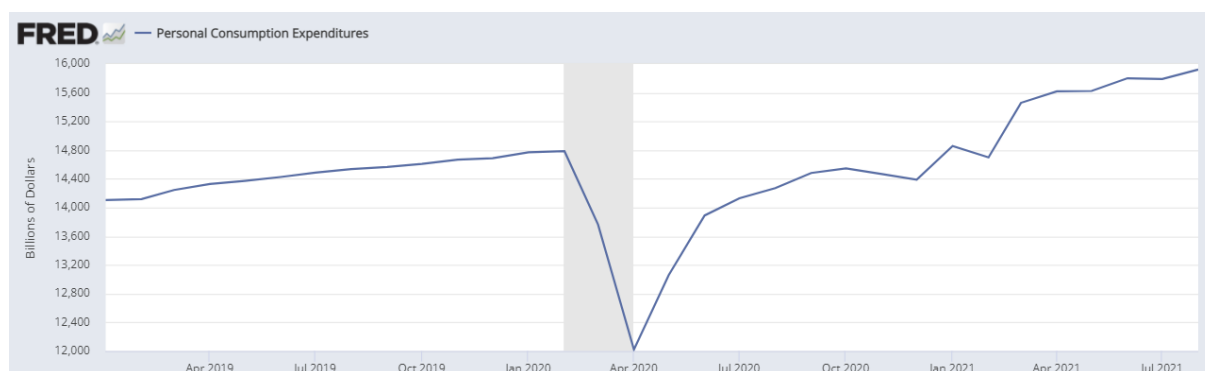
profesora Glapińskiego, nie potrafię wskazać innego celu przyświecającego RPP, niż zarządzanie oczekiwaniami inflacyjnymi — chęć przekonania, że polski pieniądz jest zdrowy, inflacja jest przejściowa i niezależna od NBP oraz zakomunikowanie rynkowi gotowości do podjęcia działań przez NBP. Jeśli NBP skutecznie przekonałby ludzi, że inflacja wynika tylko z czynników zewnętrznych, poszerzyłby sobie pole do działań — mógłby odwlec w czasie decyzję o kolejnych podwyżkach stóp procentowych i w razie problemów powrócić do skupu aktywów.

Współczesny charakter inflacji

Profesor Glapiński mocno zaznaczał, że to, iż inflacja ma charakter globalny, wynika z problemów z produkcją i dostawami oraz ze zmian cen surowców. Bez wątplenia obecna inflacja ma charakter globalny i wynika również z czynników podażowych. Ale czy wyłącznie podażowych?

Raczej nie tylko. [Zaburzenia w podaży są również wynikiem zmian w strukturze oraz wielkości popytu na towary](#). Z powodu pandemii ludzie mniej korzystali z usług, za to zaczęli kupować znacznie więcej towarów. Póki co ta zmiana nie odwróciła się. Co więcej, zmiana ta ma charakter globalny i to widać — na przykład [eksport Korei Południowej już jest wyższy niż w 2019 roku](#). Dlatego nagle wzrosło wykorzystanie mocy produkcyjnych fabryk oraz zapotrzebowanie na transport — kontenery, okręty, ciężarówki, kierowców itd.

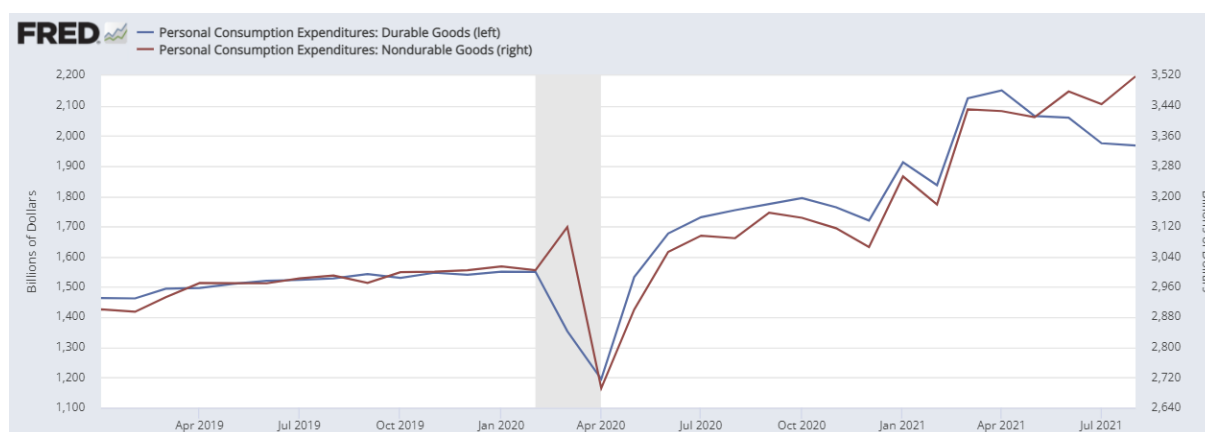
W Stanach Zjednoczonych konsumpcja w ujęciu nominalnym według danych banku Rezerwy Federalnej w St. Louis w trzecim kwartale 2021 roku była wyższa o 7,7% od konsumpcji w pierwszym kwartale 2020 roku. Tak więc mamy do czynienia również ze znacznym wzrostem konsumpcji w ogóle. Wielkość wydatków konsumpcyjnych jest zobrazowana na wykresie poniżej.



Wykres 1: nominalne wydatki konsumpcyjne w Stanach Zjednoczonych

Źródło: fred.stlouisfed.org

Należy zwrócić uwagę na to, że wykres powyżej uwzględnia wydatki na usługi, które są niewiele wyższe niż przed pandemią. Tymczasem wydatki na dobra trwałe i nietrwałe obecnie są znacznie wyższe niż przed pandemią (wykres poniżej) – według ostatnich danych Fedu są wyższe odpowiednio o 27% dla dóbr trwałych i 16,7% dla dóbr nietrwałych niż w styczniu. Tak więc w Stanach Zjednoczonych obserwujemy wyraźnie, że popyt pcha ceny w górę.



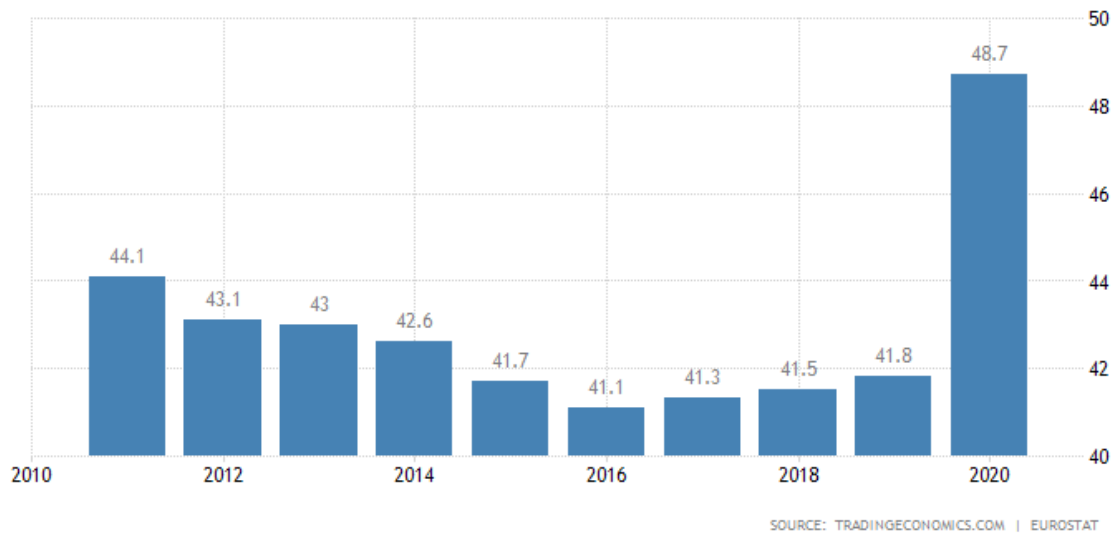
Wykres 2: nominalne wydatki konsumpcyjne w Stanach Zjednoczonych na dobra trwałe (linia niebieska) i nietrwałe (czerwona)

Źródło: fred.stlouisfed.org

Tak więc problemy „podażowe”, o których wspominał profesor Glapiński, wynikają nie tylko z czynników podażowych (zaburzeń w łańcuchach dostaw), ale również z czynników popytowych — nadmierny wzrost popytu na towary doprowadził do sytuacji, w której moce produkcyjne są niewystarczające, co prowadzi do niedoborów.

No dobrze, a jak to wygląda w Polsce? Czy też występuje u nas impuls popytowy?

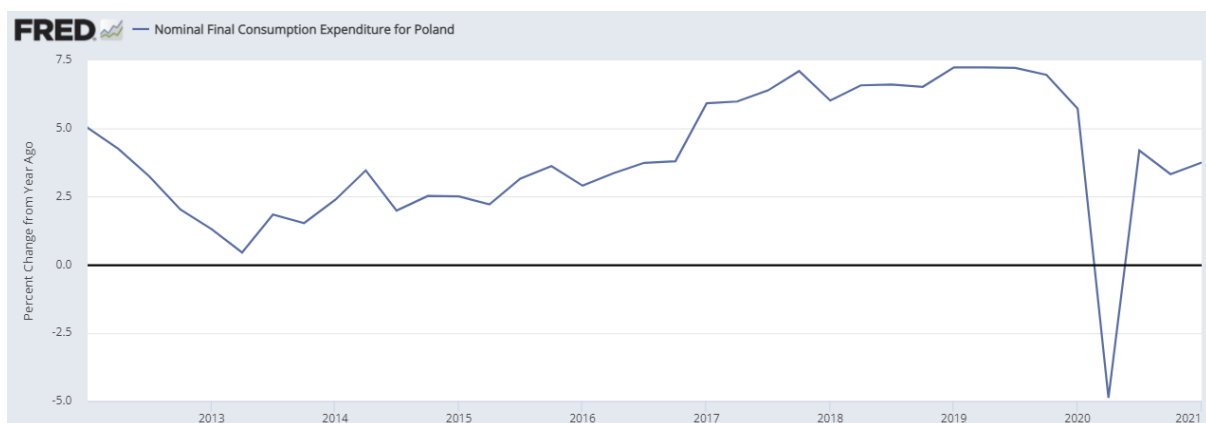
W Polsce konsumpcja również rośnie, [aczkolwiek według Ignacego Morawskiego jeszcze niedawno nie powróciła do trendu sprzed pandemii](#). Warto zwrócić uwagę na to, że w Polsce również zmieniła się struktura wydatków; w Polsce także przede wszystkim wzrósł popyt na towary, jak odzież i elektronika. Tak więc czynniki popytowe jak najbardziej są obecne i pchają ceny do góry. [Według danych Fedu konsumpcja prywatna w Polsce w drugim kwartale 2021 była wyższa o 3,75%](#) niż w pierwszym kwartale 2020 roku; ale wydatki sektora publicznego wzrosły znacznie bardziej drastycznie — stosunek wydatków rządowych do PKB wzrósł o niemal siedem punktów procentowych w 2020 roku.



Wykres 3: Wydatki rządowe jako procent PKB

Źródło: tradingeconomics.com

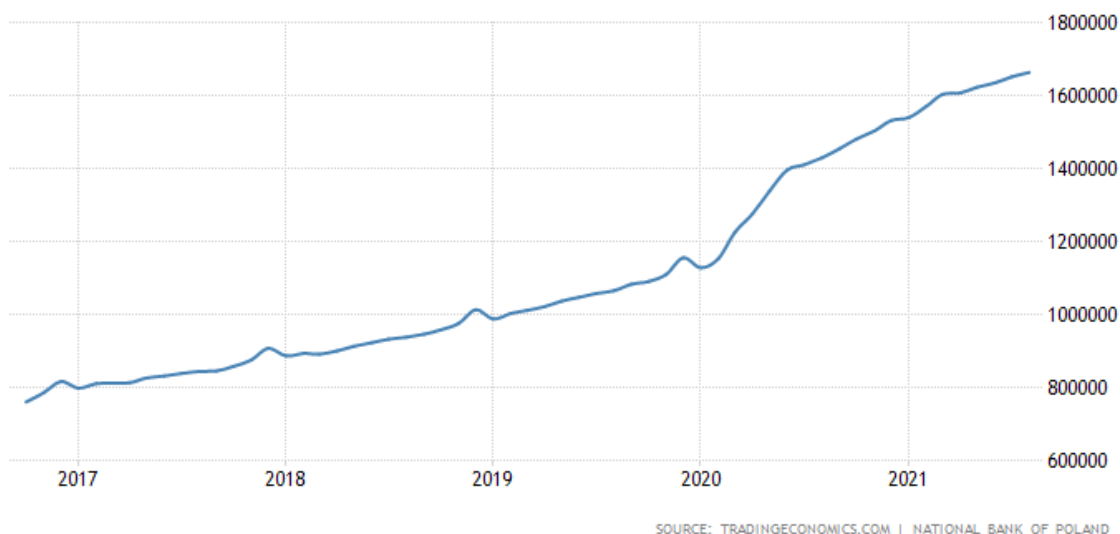
Popyt w Polsce jest pobudzany już od dłuższego czasu przez rządzącą partię, która wprowadza kolejne programy socjalne, jak 500+, trzynasta emerytura i ogólnie zwiększa wydatki fiskalne. Teraz ponownie chce zwiększać wydatki w ramach swojego „Polskiego Ładu”. Tak więc jak najbardziej mamy do czynienia z impulsem popytowym, który w Polsce pcha inflację w górę. Przyczynia się do niego w dużej mierze rząd. Gdy popatrzymy na dynamikę wydatków nominalnych na konsumpcję, zobaczymy że wzrost konsumpcji przyspieszał od 2013 roku.



Wykres 4: Dynamika nominalnych wydatków konsumpcyjnych

Źródło: fred.stlouisfed.org

Należy zwrócić uwagę również na podaż pieniądza, która dramatycznie wzrosła na skutek działań NBP. Kiedy spojrzemy na wykres, to zobaczymy znaczący wzrost podaży pieniądza. Na skutek wybuchu pandemii NBP i rząd dostarczały pieniądź bankom, przez co podaż pieniądza wzrosła w ciągu roku o około 1/3.



Wykres 5: Podaż pieniądza (agregat M1) w Polsce

Źródło: tradingeconomics.com

Do wzrostu podaży pieniądza i pobudzania aktywności przyczyniły się również inne fundusze. Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) w 2020 roku wsparł gospodarkę kwotą w wysokości [120 miliardów złotych](#). Oprócz tego do końca września tego roku wyemitował obligacje o wartości prawie 134 miliardów złotych i obecnie planuje [wyemitować obligacje o wartości 500 milionów euro](#) na rynku zagranicznym w celu pozyskania kolejnych środków na walkę ze skutkami pandemii. Wiele z tych pieniędzy było wykreowanych, [ponieważ BGK jest bankiem i ma możliwość emitowania kredytu, a wspierać go może w tym NBP, skupując obligacje BGK](#). Również PFR wsparł gospodarkę kwotą, jak podają na stronie internetowej, [61 miliardów złotych w 2020 roku](#), a w [2021 roku 7,13 miliardów złotych](#).

Wspomnieć należy również, że Polacy zaciągnęli i zaciągają ogromną ilość kredytów hipotecznych — [Komitet ds. Finansowania Nieruchomości spodziewa się, że do końca 2021 roku Polacy zaciągną co najmniej 240 tys. nowych kredytów hipotecznych](#). Natomiast [w czerwcu 2021 roku samo zadłużenie w kredytach hipotecznych wyniosło ponad 500 miliardów złotych](#). Polacy wykorzystali niskie stopy procentowe i zaciągnęli ogromny dług hipoteczny, który

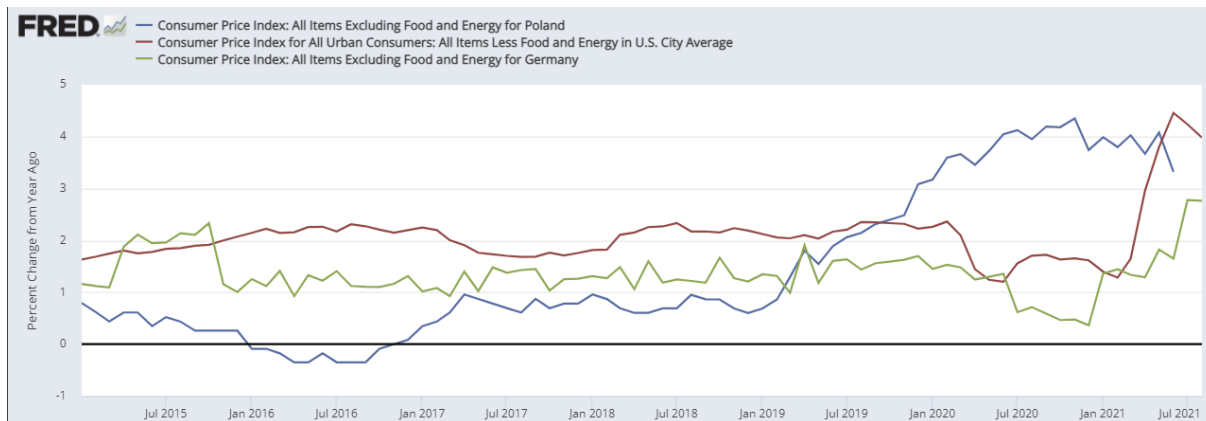
będą spłacać przez dłuższy czas. Biorąc pod uwagę, że ceny nieruchomości rosną od jakiegoś czasu, obniżka stóp procentowych dodała paliwa wzrostem cen nieruchomości. Jak podaje muratorplus.pl: „Na 7 największych rynkach przeciętna cena transakcyjna lokalu od dewelopera była w II kwartale o ponad 11% wyższa niż rok wcześniej, a za metr lokalu z drugiej ręki Polacy płacili o ponad 9% więcej niż przed rokiem”.



Wykres 6: Indeks urban.one cen mieszkań

Źródło: bankier.pl

Warto zwrócić również uwagę na to, że inflacja w Polsce — podobnie jak ceny mieszkań — rośnie od jakiegoś czasu. W 2016 roku, według danych banku Rezerwy Federalnej z St. Louis, gdy Niemcy i Stany Zjednoczone miały inflację bazową na poziomie odpowiednio około 1,3% i 2,3%, w Polsce mieliśmy deflację. Jednak w Polsce inflacja bazowa zaczęła rosnąć w 2018 roku i w 2021 roku wynosiła już ponad 4 procent. Natomiast w Stanach Zjednoczonych i Niemczech zaczęła rosnąć dopiero w drugiej połowie 2020 roku na skutek stymulacji popytu za pomocą polityki fiskalnej i monetarnej.



Podsumowując tę część: obecnie inflacja ma charakter popytowy, ale ten popyt jest pobudzany na całym świecie, nie tylko w Polsce. Nie zmienia to faktu, że podaż pieniądza wzrosła dramatycznie, pociągając za sobą zwiększoną konsumpcję, dramatyczny wzrost stosunku wydatków publicznych do PKB oraz wzrost zadłużenia hipotecznego, co wypchnęło w górę ceny nieruchomości. Patrząc na dane, rosnąca inflacja jest problemem, który rozpoczął się jeszcze przed kryzysem, a działania ratunkowe wprowadzone przez rządy na świecie przyczyniły się do wzrostu inflacji globalnie.

Cykl podwyżek stóp procentowych?

Ekonomiści z różnych instytucji prognozują, że czeka nas teraz [cykl podwyżek stóp procentowych](#). Jednak to, czy faktycznie rozpocznie się cykl podnoszenia stóp, jest niepewne. W trakcie swojego wystąpienia profesor Glapiński odniósł się do tego i zwrócił uwagę, że nieprzypadkowo w komunikacie NBP wydanym po ogłoszeniu decyzji dotyczącej wysokości stóp, nie ma wzmianki o rozpoczęciu cyklu podnoszenia stóp procentowych; ale też nie ma zdania o tym, że ta podwyżka stóp była jednorazowa. RPP zdaje się być niezdecydowana, czy dalej będzie podnosić stopy. Dodał jednak, że teraz RPP planuje przyglądać się dłuższy czas i obserwować, jaki będzie efekt tej podwyżki.

Pamiętajmy, że gdy bank centralny podejmuje decyzję o wysokości stóp procentowych, nie bierze pod uwagę wyłącznie inflacji i kursu złotego, ale również musi uwzględniać inne czynniki. Obecnie ważnym czynnikiem jest zadłużenie sektora publicznego, a także prywatnego.

Portal money.pl podaje, że w latach 2020-2021 zadłużenie sektora publicznego wzrosło o 433 mld zł i wyniesie 1,5 biliona złotych. To jest gigantyczny przyrost długu w krótkim czasie, który teraz trzeba spłacać, a koszt obsługi długu zależy od wysokości stóp procentowych. Im bardziej wzrosną rynkowe stopy procentowe, tym droższa będzie obsługa długu. Dochodzi do tego zadłużenie sektora prywatnego, które obecnie w Polsce jest bardzo wysokie — według danych OECD zadłużenie gospodarstw domowych wyniosło w 2019 roku 60,8% dochodu rozporzadzalnego. Należy wziąć pod uwagę, że zadłużenie gospodarstw domowych wzrosło od tamtego czasu, a duża część tego zadłużenia to dług hipoteczny, który jest spłacany latami.

Te problemy z zadłużeniem sprawiają, że NBP ma ograniczone pole do podnoszenia stóp procentowych. Nadmierne podniesienie stóp procentowych sprawi, że z powodu wzrostu rat Polacy zaczną ograniczać konsumpcję i oszczędności. To jest czynnik ograniczający możliwość podniesienia stóp procentowych.

Warto również wspomnieć o tym, że NBP ogranicza skup obligacji, czyli zmniejsza swój popyt na dług publiczny. To działanie również prowadzi do podniesienia stóp procentowych, ponieważ mniejszy popyt na obligacje przekłada się na ich wyższe oprocentowanie. Tak więc NBP już wcześniej rozpoczął proces podnoszenia stóp, jednak zrobił to niejawnie. Te wspomniane czynniki zwiększają prawdopodobieństwo, że NBP prędko nie podniesie stóp procentowych do poziomów sprzed pandemii.

Jako podsumowanie: czy RPP rzeczywiście nie może nic zrobić?

Warto zastanowić się, co może zrobić NBP. Faktycznie czynniki podażowe, wynikające z zerwania łańcuchów dostaw wpływają na inflację. Jednak to nie wszystko. Inflacja wynika również ze zwiększonego popytu, który jest efektem jego stymulacji przez rządy i banki centralne na całym świecie, w tym przez rząd Polski. Ten wzrost popytu również przyczynia się do wzrostu cen surowców, a nie tylko polityka i zerwane łańcuchy dostaw (choć oczywiście profesor Glapiński ma rację mówiąc, że te czynniki także mają znaczenie).

NBP faktycznie nie ma wpływu na pewne czynniki, które odpowiadają za inflację — na wzrost popytu w innych krajach oraz czynniki polityczne i podażowe. Ale to nie znaczy, że nie ma wpływu na inflację w ogóle. Może wpływać na popyt krajowy, który rośnie i jest pobudzany przez politykę monetarną oraz rząd. Jak pokazują dane, inflacja w Polsce rośnie od jakiegoś

czasu, natomiast w krajach rozwiniętych, jak Niemcy i Stany Zjednoczone, inflacja zaczęła niedawno przyspieszać. Tak więc NBP jak najbardziej może wpłynąć na inflację i obniżyć ją za pomocą podwyżki stóp. Co więcej, powinien podjąć działania już jakiś czas temu, jeszcze przed kryzysem COVID-19. Niestety tego nie zrobił.

Inflacja obecnie ma charakter globalny i wynika również z polityki monetarnej innych banków centralnych. Tego NBP nie może kontrolować, ale to nie znaczy, że nie może temu przeciwdziałać. Zwróć uwagę na kurs walutowy: podniesienie stóp może również obniżyć inflację, wpływając na ten kurs. Umocnienie złotego sprawiłoby, że Polacy mogliby taniej kupować towary zagraniczne, a ceny surowców wyrażone w złotówkach obniżyłyby się. Tak więc NBP może również wykorzystać kurs walutowy do tego, by osłabić wpływ polityki monetarnej innych państw. Jest to o tyle pożądane, że obecnie złotówka jest słaba i euro kosztuje około 4 i pół złotego. Dzięki temu umocnieniu złotego zyskaliby konsumenci, którzy kupują towary zagraniczne, jak i producenci zakupujący czynniki produkcji poza Polską.

Kończąc: Nie jest prawdą, że inflacja wynika wyłącznie z czynników podażowych; nie jest też prawdą, że NBP nie może nic poradzić na inflację w Polsce. Jednak nie jest też prawdą, że NBP może w pełni kontrolować obecną inflację. Niestety do pewnego stopnia ta inflacja jest poza kontrolą NBP i ona będzie nam towarzyszyć przez jakiś czas. Nie oznacza to, że NBP nie może jej choć trochę obniżyć.