

Inflacja jednak nie „przejściowa”?

Autor: **Arkadiusz Sieroń**

- **Na początku października 2021 r. RPP podniosła stopy procentowe.**
- **Było to słuszne działanie, choć spóźnione.**
- **Glapiński uważa, że inflacja jest głównie zjawiskiem podażowym i przejściowym.**
- **Z czym się nie zgadzam, wskazując na popytowy i w konsekwencji potencjalnie bardziej trwały charakter inflacji.**
- **Wiara w podażowy charakter inflacji może prowadzić do zbyt luźnej polityki monetarnej – jak miało to miejsce w latach 70. XX wieku w USA, co doprowadziło do stagflacji.**

Wstęp

Na październikowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej wbrew oczekiwaniom rynkowym podniosła referencyjną stopę procentową z 0,1 do 0,5 proc. Biorąc pod uwagę wzrost inflacji w Polsce do 5,8 proc. we wrześniu, czyli znacznie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5 proc. z możliwością odchylenia o 1 punkt procentowy), decyzję RPP o normalizacji stóp procentowych trzeba ocenić pozytywnie. Jak bowiem wskazuję w mojej książce [Monetary Policy after Great Recession](#) (oraz w tym [odcinku podcastu Ludzkie Gadanie](#)), utrzymywanie ultra niskich stóp procentowych wiąże się z wieloma poważnymi ryzykami dla gospodarki.

Można jedynie wyrazić zaniepokojenie tym, że tak długo musieliśmy czekać na reakcję RPP na inflację. Polski bank centralny wyraźnie odróżniał się tutaj od innych banków centralnych regionu (mowa tutaj głównie o Czechach czy Węgrach), które podwyższały stopy procentowe już od kilku miesięcy mimo niższych niż w Polsce odczytów inflacji. Nawet niektóre banki centralne krajów zachodnich albo dokonały już podwyżki stóp procentowych ([Norwegia](#)) albo przynajmniej zasygnalizowały normalizację polityki pieniężnej (oczekuje się, że w listopadzie Fed ogłosi rozpoczęcie wycofywania się ze skupu aktywów).

Ten brak wcześniejszej reakcji prezes NBP Adam Glapiński tłumaczył tym, że „[inflacja jest przejściowa](#)” i że „[inflacja ma przyczyny zewnętrzne, podażowe i](#)

[niezależne](#)”, na które NBP nie ma wpływu. Co ciekawe, inne banki centralne — skoro stopy procentowe podwyższają — nie uważają się za podobnie bezsilne. W każdym razie ponieważ RPP nie ma wpływu na inflację, dlatego właśnie postanowiła ostatecznie stopy procentowe podwyższyć. O nie do końca jasnej komunikacji ze strony Glapińskiego pisze więcej [w swoim komentarzu Przemysław Rapka](#). Ja w moim tekście chciałbym polemizować bardziej z tezą — powtarzaną nie tylko przez NBP, ale również przez Fed czy EBC — że obecnie relatywnie wysoka inflacja jest zjawiskiem tymczasowym.

Czy wysoka inflacja jest tymczasowa?

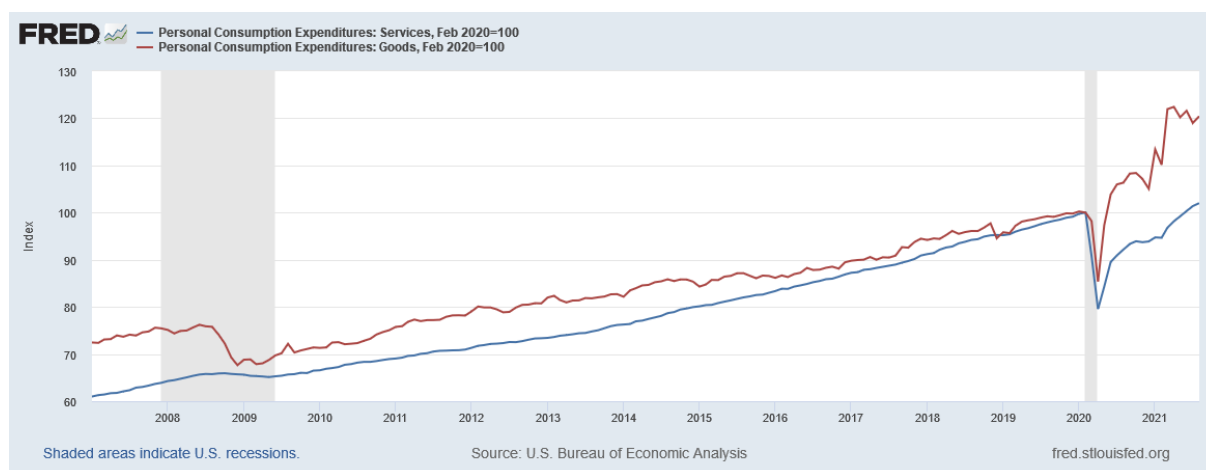
Cóż, politycy zawsze opisują nieprzyjemne zjawiska jako „przejściowe problemy”, ponieważ myślenie magiczne, że problemy jakoś się same rozwiążą, jest o wiele wygodniejsze niż konfrontacja z trudną rzeczywistością i podejmowanie zdecydowanych działań. Oczywiście w myśleniu NBP jest ziarno prawdy. Przecież w porównaniu z długim okresem, nie mówiąc już o kosmologicznej skali czasu, wyższa inflacja okaże się przejściowa.

Tak, to był sarkazm, ale nie można odmówić Glapińskiemu pewnej logicznej spójności. O co mi chodzi? Przy założeniu, że inflacja wynika z problemów podażowych, wtedy rzeczywiście będzie zjawiskiem przejściowym. Ostatecznie, lekarstwem na wysokie ceny są... wysokie ceny. W przypadku problemów po stronie podażowej ceny rosną, co motywuje do wzrostu podaży i obniżki ceny. Jednak ten mechanizm działa w przypadku zaburzeń na poszczególnych rynkach, nie w przypadku powszechnego wzrostu cen, które, niejako z definicji, [musi mieć swoje źródło po stronie monetarnej](#).

Dlaczego uważam, że obecna inflacja ma charakter nie tylko podażowy, ale również popytowy? Po pierwsze, oczywistą wskazówką jest po prostu liczba rynków, na których występują niedobory i znaczne wzrosty cen. Kryzys łańcucha dostaw nie ogranicza się do półprzewodników, ale obejmuje wiele surowców i towarów. Ceny rosną również w sektorach, w których jest nadmiar mocy produkcyjnych. Zresztą, [jak zauważył w swoim ciekawym tekście Mihai Macovei](#), realne PKB wróciło praktycznie w wielu krajach (w tym w Polsce) do poziomów sprzed pandemii, zaś inflacja zwiększała się wraz ze odbudową produkcji i wzrostem wolumenów sprzedawanych i wysyłanych dóbr, więc trudno mówić na poziomie zagregowanym o niedoborach podaży.

Po drugie, gospodarstwa domowe znacznie zwiększyły swoją konsumpcję. W Polsce gospodarstwa domowe w II kwartale br. wydały na konsumpcję realnie o 13,3 proc. więcej niż rok temu. Z kolei, jak pokazuje wykres 1, w USA realne wydatki konsumpcyjne na towary są ok. 20 proc. wyższe niż w lutym 2020 r. Ponieważ ludzie nie mogli bądź nie chcieli w pandemii wydawać pieniędzy na usługi, zaczęli kupować więcej dóbr.

Wykres 1: Wydatki konsumpcyjne w USA na usługi (niebieska linia) oraz na dobra (czerwona linia) od stycznia 2007 do sierpnia 2021, index: luty 2020 = 100



Źródło: fred.stlouisfed.org

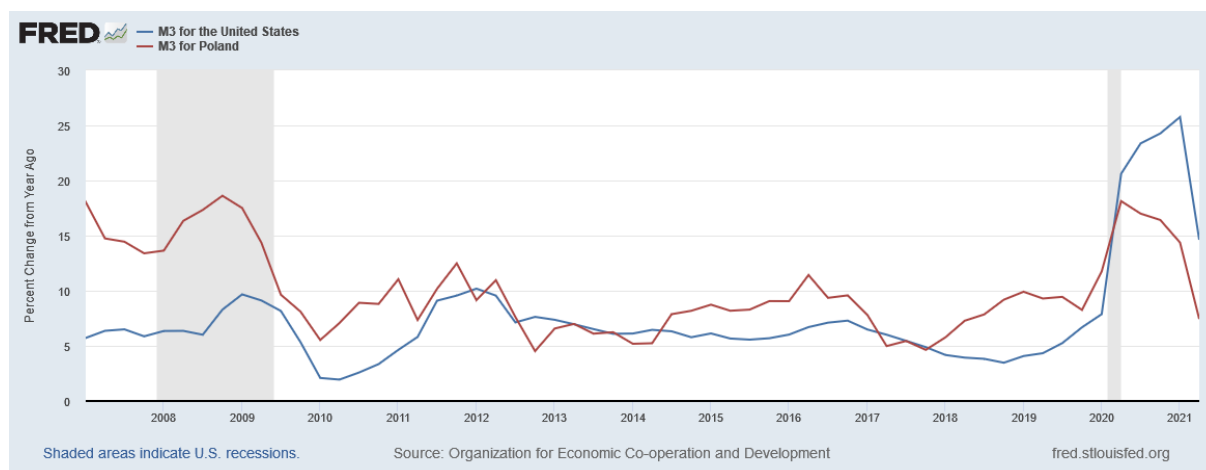
Aby uzmysłowić wagę powyższego wykresu, zauważmy, że doświadczyliśmy w Polsce najgłębszej recesji od czasów transformacji ustrojowej, zaś w USA od wielkiego kryzysu, ale wydatki konsumpcyjne nie są niższe, ale wyższe! I są one znacznie wyższe, bo 20 proc. w przypadku Ameryki to gigantyczne zakłócenie dla globalnego systemu produkcyjnego, które jest bardzo trudne do zaadresowania w tak krótkim czasie.

Innymi słowy: inflacja może i wynika z przyczyn podaźowych, ale te problemy po stronie podaźowej mają swoje fundamentalne źródło w nadwyżkowym popycie, z którego zaspokojeniem nie nadąża strona produkcyjna. Jak powiedział kiedyś Milton Friedman, „[inflacja jest zawsze i wszędzie zjawiskiem monetarnym](#) w tym sensie, że jest i może być generowana tylko przez szybszy wzrost ilości pieniądza niż produkcji”. W anegdotyczny sposób dobrze kwestię tę nakreśla wypowiedź Mortena Engelstofta, dyrektora generalnego APM Terminals, czyli działu portów i terminali firmy Maersk, która jest jednym z największych operatorów kontenerowych na świecie. [Powiedział on we wrześniu](#): „Potrzebujemy

wolniejszego wzrostu [popytu konsumpcyjnego], aby dać łańcuchowi dostaw czas na nadrobienie zaległości”. Niestłuchane, firma prywatna namawia konsumentów do zmniejszenia ich popytu, sytuacja musi być zatem naprawdę napięta!

Wzrost wydatków konsumpcyjnych na towary jest częściowo efektem przesunięcia środków z usług, ale częściowo wynika ze wzrostu podaży pieniądza. Zarówno w USA, jak i w Polsce (choć w mniejszym stopniu), wzrost szerokiej podaży pieniądza przyśpieszył znacznie w odpowiedzi na wybuch pandemii. Biorąc pod uwagę ten szybszy wzrost szerokiej podaży pieniądza (a nie tylko bazy monetarnej, jak to głównie miało miejsce po globalnym kryzysie finansowym z lat 2007-2009), późniejszy wzrost stopy inflacji właściwie nie dziwi.

Wykres 2: Wzrost procentowy podaży pieniądza M3 w USA (niebieska linia) oraz w Polsce (czerwona linia) od Q1 2007 do Q2 2021



Źródło: fred.stlouisfed.org

Inaczej rzecz ujmując: kryzys towarzyszący pandemii był kryzysem sektorowym, jednak banki centralne i rządy tradycyjnie próbowały zarządzać zagregowanym popytem i dokonały znacznej stymulacji monetarnej i fiskalnej. W konsekwencji dochody ludności oraz ich „przymusowe oszczędności” wzrosły¹. Teraz te pieniądze są uwalniane na rynek, podbijając ceny. Zatem, jak zauważył [Mateusz Benedyk](#): „zmiany w popycie na pieniądź (wzrost przez niepewność

¹ Według ekonomistów PKO BP, „wymuszone przez lockdowny ograniczenie konsumpcji sprawiło, że gospodarstwa domowe w Polsce zgromadziły „przymusowe” oszczędności w wysokości ok. 85-102 mld zł, co odpowiada 6,5-7,8% konsumpcji prywatnej z 2019 roku”.

pandemiczną i powolny spadek w miarę poprawy sytuacji) i ogólny wzrost podaży dużo lepiej można do danych dopasować”².

Można sformułować jeszcze trzy argumenty za tym, że inflacja może okazać się bardziej uporczywa niż gotów jest to przyznać prezes Glapiński. Po pierwsze, rośnie też inflacja producencka, która może później znaleźć odzwierciedlenie w inflacji konsumenckiej. Po drugie, cały czas rosną ceny mieszkań, które nie są uwzględniane w CPI, ale które poprzedzają na ogół wzrost czynszów raportowany w tym wskaźniku. Po trzecie, [rosną oczekiwania inflacyjne](#), które mogą przełożyć się na wyższą stopę inflacji, jeśli ludzie zmniejszą swój popyt na pieniądź.

Wnioski

Prezes Glapiński uważa, że inflacja w Polsce wynika z czynników podażowych, które nie mają nic wspólnego z polityką pieniężną. Choć ma on częściowo rację, negowanie wpływu czynników monetarnych na procesy inflacyjne niesie ze sobą poważne ryzyko. Jak [stwierdził kiedyś Hayek](#), byłoby źle, gdyby ludzie wierzyli w prostą, mechanistyczną wersję ilościowej teorii pieniądza, ale również „byłoby wielkim nieszczęściem, gdyby ludzie przestali kiedyś w ogóle wierzyć w ilościową teorię pieniądza”.

Wydaje się, że taką wiarę stracił swego Arthur Burns, były przewodniczący Fedu. Jak [opisuje to Stephen Roach](#), Burns uważał, że na trendy cenowe w USA w latach 60. i później w 70. „duży wpływ miały czynniki idiosynkratyczne lub egzogeniczne – szum, który nie miał nic wspólnego z polityką pieniężną”. Gdy rosły ceny ropy naftowej uznał, że ma to związek z działaniami OPEC i lepiej po prostu wyłączyć je ze wskaźnika inflacji. Gdy później wzrosły ceny żywności, Burns uznał, że nie ma to nic wspólnego z polityką pieniężną, lecz wynika to ze złej pogody i również lepiej wykluczyć ceny żywności z analizy (tak, swoją drogą, narodziła się inflacja bazowa). Problem polegał na tym, że ówczesny szef Fedu nie zatrzymał się na tym, lecz znajdował kolejne idiosynkratyczne, podażowe przyczyny wzrostu cen kolejnych kategorii dóbr i usług (co zawsze można uczynić) — aż było za późno i Stany Zjednoczone doświadczyły stagflacji.

² W korespondencji prywatnej. Warto zauważyć, że bardziej inflacyjny charakter ożywienia po kryzysie pandemicznym w porównaniu do ożywienia po wielkiej recesji jest dokładnie tym, co [prognozowaliśmy](#) już na samym początku pandemii (zob. także ten mój [tekst](#)).

Październikowa podwyżka stóp procentowych przez RPP to krok w dobrą stronę, ale może okazać się niewystarczający w obecnej sytuacji makroekonomicznej. Miejmy nadzieję, że prezes Glapiński weźmie sobie amerykańską lekcję z lat 70. do serca i nie popełni błędu Burnsa.