

Deflacyjne światło w tunelu

Autor: **Mateusz Benedyk**

- **Ekonomiści Instytutu Misesa jako jedni z nielicznych przestrzegali przed możliwością inflacji wywołanej przez nieodpowiedzialną politykę antykryzysową podczas pandemii koronawirusa.**
- **Używając podobnych metod rozumowań co poprzednio, uważam, że inflacja mierzona wskaźnikiem CPI wkrótce znacznie wyraźnie spadać.**
- **Powody takiego spadku są cztery: zasób pieniądza w gospodarce przestał rosnąć; akcja kredytowa wyhamowała, przez co podaż pieniądza nie powinna znowu szybko rosnąć; stosunek wydatków konsumpcyjnych do inwestycyjnych wydaje się coraz korzystniejszy dla tych drugich; masowy napływ uchodźców spowoduje silny wzrost popytu na salda gotówkowe w złotych.**
- **Jedynym zagrożeniem pozostaje kolejna nagła wolta Narodowego Banku Polskiego i odejście od „jastrzębiej” retoryki i działań ostatnich kilku miesięcy.**

Inflacja mierzona wskaźnikiem cen konsumpcyjnych przebiła w Polsce 10% w skali roku. Taka inflacja oznacza szereg problemów gospodarczych – zaburzenia kalkulacji ekonomicznej, trudności w zawieraniu długoterminowych kontraktów, redystrybucję dochodu niezależną od wkładu poszczególnych osób w rynkowy proces dostarczania dóbr itd. W Instytucie Misesa, niestety, nie jesteśmy zdziwieni spadkiem siły nabywczej polskiego pieniądza.

Mądrzy przed szkodą

Przed tą inflacją ostrzegałem już w roku 2020. Pod koniec marca w Instytutowej [tarczy antykryzysowej](#) sugerowałem, że jedną z konsekwencji polityki NBP podczas kryzysu może być wzrost inflacji. Spostrzeżenia te rozwinąłem także w tym samym czasie w [podkaście o polityce NBP](#), gdzie sugerowałem, że początkowo wzrost popytu na pieniądź opóźni procesy inflacyjne, ale nieco później mogą one jak najbardziej wystąpić. Gdy było widać, że polityka banków centralnych w różnych częściach świata może przełożyć się na znacznie silniejsze wzrosty szerokiej

podaż pieniądza, niż miało to miejsce podczas programów QE po kryzysie finansowym, [razem z Arkadiuszem Sieroniem ostrzegaliśmy](#) przed nadchodzącą wyższą inflacją w połowie kwietnia 2020 r. Różnice między sytuacją z lat 2008-2009 a rokiem 2020 wyjaśniałem też w [krótkim tekście na tych łamach](#) pod koniec kwietnia 2020 r.

W początkach pandemii te ostrzeżenia spotykały się z mieszanym podejściem. Sama tarcza i podkasty miały jak na zasięgi działań Instytutu naprawdę świetne statystyki odsłon. Jednak za podważanie współczesnego dogmatu o tym, że ekspansywna polityka pieniężna jest receptą na każdy kryzys, określono mnie jako wyznawcę „[sadomonetaryzmu](#)”, a i zdarzyli się znajomi na FB, którzy (obecnie na pozycjach znacznie bardziej etatystycznych) prawie że przepraszaali, iż za młodu angażowali się w działania Instytutu czy Klubów Austriackiej Szkoły Ekonomii.

Śmiem jednak twierdzić, że czas pokazał, iż na [mises.pl](#) w tekstach Arkadiusza Sieronia, Przemysława Rapki, Łukasza Jasińskiego czy moich (i w naszych podkastach) można było znaleźć najlepszą analizę polityki gospodarczej doby pandemii. Jak zatem obecnie prezentuje się przyszłość naszych inflacyjnych problemów w oczach tych, którzy dość trafnie taką inflacyjną niespodziankę przewidzieli? Na ten temat [swój tekst napisał już ostatnio Przemysław Rapka](#). Sugeruje w nim, że na prawdopodobny wygląda dla niego scenariusz – prognozowany przez NBP – w którym inflacja przez kolejny rok pozostaje na dwucyfrowym poziomie. Moim zdaniem jest więcej powodów do optymizmu i wskaźnik CPI powinien zacząć wyraźnie spadać znacznie szybciej niż dopiero za rok.

Po pierwsze, stabilny zasób pieniądza

Friedrich von Hayek w swoich pracach na temat pieniądza dość krytycznie wypowiadał się o ilościowej teorii pieniądza. Zwracał szczególnie uwagę na wątpliwą metodę jej badań i na ignorowanie najciekawszego – zmian cen relatywnych w odpowiedzi na zmiany zasobu pieniądza w gospodarce. Niemniej zaznaczał jednak: „gdyby społeczeństwo przestało wierzyć w podstawowe

twierdzenia teorii ilościowej, byłyby to jedna z najgorszych rzeczy, jaka mogłaby się nam przytrafić”¹.

Podstawowa nauka płynąca z teorii ilościowej brzmi, że zmiany w podaży pieniądza powodują analogiczne zmiany w poziomie cen w gospodarce. Żeby zmiany były ściśle proporcjonalne – wzrost zasobu pieniądza o 10% powodowałby wzrost poziomu cen o 10% – niezmienna musiałaby być tzw. szybkość obiegu pieniądza w gospodarce. Z powodu zmienności owego parametru od lat 80. coraz częściej odchodzono od śledzenia podaży pieniądza np. w polityce banków centralnych. Nie oznacza to jednak, że podstawowe twierdzenie teorii ilościowej, że wzrost zasobu pieniądza będzie *ceteris paribus* powodował tendencję do spadku siły nabywczej pieniądza, należy uznać za błędne. Żeby je umiejętnie stosować, trzeba zwracać uwagę na zmiany w popycie na pieniądź – duże trudniejsze do śledzenia niż zmiany agregatów monetarnych². Przykładem takich zmian w popycie może być np.: wzrost popytu na pieniądź spowodowany wzrostem niepewności – jak w przypadku pandemii, kiedy ludzie chcieli mieć jak największą część swojego majątku w jak najbardziej płynnej formie – lub rozwojem gospodarczym (kiedy zwiększająca się liczba dóbr na rynku powoduje relatywne przesuwania się krańcowych jednostek pieniądza wyżej na skalach wartości uczestników procesu rynkowego).

Nie zwracanie uwagi na zmiany podaży pieniądza doprowadziło moim zdaniem do tego, że wielu ekonomistów było zaskoczonych obecnymi wzrostami inflacji, Jak zatem prezentują się ostatnie odczyty agregatów pieniężnych w Polsce? Otóż od października 2021 r. widać wyraźne wyhamowanie stanu agregatu M1. Od października 2021 r. do lutego 2022 r. agregat ten wzrósł jedynie o około 8 mld złotych z 1696,5 mld zł do 1704,1 mld zł – czyli mniej niż 0,5% przez cztery miesiące (lub mniej niż 2% rocznie, gdyby takie tempo miało się utrzymać dłużej). W 2020 i na początku 2021 r. wzrosty M1 sięgały rok do roku 35%. Obecnie

¹ Friedrich von Hayek, *Ceny i produkcja*, [W:] idem, *Pieniądz i kryzysy. Dzieła wybrane*, tom 1, tłum. Marcin Zieliński, Warszawa 2014, s. 162.

² Zagadka, który agregat monetarny najlepiej oddaje zasób pieniądza w gospodarce, [też nie jest łatwa](#) i prawidłowa odpowiedź w tym względzie często zmienia się w miarę zmian przepisów i ewolucji instytucji bankowych. Wydaje mi się, że w Polsce najlepszą miarą podaży pieniądza jest M1.

przyrosty M1 rok do roku są już najniższe od 2015 roku i spadły poniżej 10% (zob. wykres 1).



Wykres 1 Zmiany podaży pieniądza M1 rok do roku w Polsce w latach 2005-2022 (w procentach). Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego.

Oznacza to, że wyczerpuje się główne inflacyjne paliwo. Nie można ustalić dokładnie, kiedy zwiększona w 2021 i 2022 r. podaż pieniądza skończy oddziaływać na strukturę cen w gospodarce. Mówi się często, że istnieje roczne/dwuletnie opóźnienie działań polityki pieniężnej względem jej efektów. W przypadku zmian podaży pieniądza może być podobnie – niestety nie da się tu przewidzieć dokładnych ram czasowych odwrócenia obecnego trendu coraz szybciej rosnących cen. Biorąc pod uwagę czynniki opisane w punkcie trzecim i czwartym tego tekstu, sugerowałbym jednak, że wzrosty cen powinny zacząć hamować już w drugiej połowie tego roku, a powrót inflacji w granice celu inflacyjnego NBP będzie dużo szybszy, niż przewiduje to obecna projekcja NBP.

Po drugie, wolniejsza akcja kredytowa

Wyhamowanie wzrostów podaży pieniądza wydaje się trwałe. Z powodu podwyższenia stóp procentowych i nowych regulacji Komisji Nadzoru Finansowego

zmniejsza się zdolność kredytowa i apetyt na zaciąganie zobowiązań w bankach. Widać to już w statystykach za ostatnie kilka miesięcy, a trend ten powinien się utrzymać, póki stopy procentowe rosną³. Przykładowo w danych za luty 2022 r. [informowano, że](#): „[...] w porównaniu z lutym 2021 r., na rynku kredytów mieszkaniowych wystąpił duży spadek liczby (-24,3%) oraz wartości (-14,4%) udzielonych kredytów”. Kredyty hipoteczne są najważniejszą częścią polskiego rynku kredytowego. Dlatego też stan zadłużenia polskich gospodarstw domowych w bankach pozostaje praktycznie niezmienny od października 2021 r. (825,7 mld zł) do lutego 2022 r. (826,3 mld zł) według danych Narodowego Banku Polskiego. Mówiąc inaczej – udzielanie nowych kredytów odbywa się w podobnym tempie co spłata kredytów już udzielonych, co skutkuje zerowym „wynikiem netto” depozytów kreowanych i niszczonej w systemie bankowym w ten sposób.

Jak na razie rosną jeszcze kredyty udzielane przedsiębiorstwom niefinansowym. Wzrosły one z 361,9 mld zł w październiku 2021 r. do 377,9 mld zł w lutym 2022 r. Można jednak przypuszczać, że i dla przedsiębiorców rosnące stopy procentowe w końcu staną się przeszkodą do dalszego zwiększania kredytowania.

Dotychczasowe niedoszacowywanie inflacji miało też pozytywny wpływ na stan finansów publicznych. Wydatki budżetowe rosły znacznie wolniej niż nominalny rozmiar gospodarki. Dzięki temu deficyt finansów publicznych [spadł w 2021 r.](#) do około 1,9% PKB z prawie 7% PKB rok wcześniej. Mowa tu o statystykach dla Unii Europejskiej, a więc uwzględniających pozabudżetowe fundusze niewłączane do polskiej statystyki długu publicznego. Jest to o tyle ważne, że monetyzacja wydatków rządu, Banku Gospodarstwa Krajowego i Polskiego Funduszu Rozwoju była jednym z motorów rosnącej podaży pieniądza w Polsce w roku 2020. Oczywiście nie ma tu automatyzmu – bank centralny nie musi skupować długu publicznego – ale samo radykalne zmniejszenie skali oferowanego długu znacznie zmniejsza prawdopodobieństwo ponownego angażowania się władz monetarnych w finansowanie długu publicznego.

³ Możliwe, że dane za marzec przyniosą tu jednorazowe odwrócenie trendu w kredytach hipotecznych – z powodu zmiany regulacji do końca marca wyliczana zdolność kredytowa była wyższa, więc [sporo osób zdecydowało się złożyć wniosek](#) tuż przed kwietniem i wejściem w życie nowych regulacji.

Uważam, że wyhamowanie akcji kredytowej i lepsza sytuacja finansów publicznych będą łącznie oddziaływać na utrwalenie trendu niskich wzrostów zasobu pieniądza w Polsce i w kolejnych miesiącach nie powinien nastąpić powrót do wysokiej dynamiki przyrostów M1. Jeśli ta prognoza się sprawdzi to w perspektywie dwóch lat trzeba by się raczej spodziewać deflacji, a nie inflacji ciągle powyżej celu inflacyjnego NBP. Mamy tutaj niedoskonałą analogię z latami 2011-2013, kiedy przyrosty M1 spadły niemal do zera (zob. wykres 1). W roku 2013 inflacja CPI spadła już w okolice 0% a w 2014 rozpoczęła się jedyna jak na razie deflacja w historii III RP. Podobny scenariusz jest oczywiście możliwy m.in. pod warunkiem dłuższego ustabilizowania się M1 na obecnym poziomie.

Po trzecie, więcej oszczędności

Dla kształtowania się wskaźnika CPI ma znaczenie to, jak ludzie wydają swój dochód pomiędzy konsumpcję a oszczędności. Im większą część wydają na konsumpcję, tym większa presja na wzrost cen dóbr konsumpcyjnych. Im więcej ludzie oszczędzają, tym mniejsze wydatki na dobra konsumpcyjne i tym niższe ich ceny.

W ostatnich miesiącach widać pierwsze efekty podwyżek stóp procentowych. Powoli rośnie oprocentowanie lokat i kont oszczędnościowych i kilkuletni trend spadku środków na depozytach terminowych został odwrócony. Co prawda już wcześniej ludzie mogli alokować swoje oszczędności w inne instrumenty (nieruchomości, akcje itd.), ale nie wszyscy akceptują wyższe ryzyko związane z inwestycjami inne niż lokaty terminowe lub nie wszyscy dysponują takimi środkami, które umożliwiałyby np. inwestycje w nieruchomości.

Dlatego też pojawienie się niezerowych ofert lokat czy kont oszczędnościowych powinno odciągnąć część środków, które np. z ubawy o utratę wartości zostałyby wydane na dobra konsumpcyjne. Według [danych Narodowego Banku Polskiego](#) średnie oprocentowanie nowo otwieranych depozytów terminowych wzrosło z 0,1% w sierpniu 2021 r. do 1,4% w lutym 2022 r. Jednocześnie można znaleźć lokaty lub depozyty oferujące oprocentowanie w skali 3-4% rocznie. Pierwsze efekty tej zmiany widać już powoli w [statystykach agregatów monetarnych](#). Od kwietnia 2016 r. suma depozytów terminowych do 2 lat włącznie malała od 458,6 mld zł do 229,8 mld zł we wrześniu 2021 r. Od tego punktu widzimy odwrócenie trendu i w najnowszym odczycie – za luty 2022 r. –

depozyty wyniosły 271,3 mld zł. Dotychczas bardziej wrażliwe na drobne wzrosty stóp procentowych były firmy niefinansowe, których suma depozytów wzrosła w tych miesiącach z 51,3 do 75,8 mld zł. Nieco wolniej, choć w tę samą stronę, reagują gospodarstwa domowe. Suma ich depozytów terminowych wzrosła z 146,9 mld zł w listopadzie 2021 r. (gdy osiągnęła swoje minimum w ostatnich latach) do 153 mld zł w lutym 2022 r. Jako że oferowane oprocentowanie lokat i kont oszczędnościowych [cały czas rośnie](#), to można się spodziewać umocnienia tego trendu i odpływu środków z rachunków bieżących na lokaty. Będzie to kolejny czynnik osłabiający dotychczasowe tendencje inflacyjne.

Po czwarte, uchodźcy

Uważam, że kolejnym ważnym czynnikiem osłabiającym inflację będzie wzrost popytu na złotowe salda gotówkowe zgłaszany przez uchodźców, którzy osiedlają się w Polsce. Każda dorosła osoba, która będzie żyć w Polsce (a zapewne także po części nastolatki), będzie potrzebowała realnego salda gotówkowego w polskich złotych na takim poziomie, który zapewnia normalne, codzienne funkcjonowanie. Dodatkowy popyt na złote prowadzi do tendencji do wzrostu siły nabywczej pieniądza. Mówiąc inaczej – wykreowane dotychczas złote będą teraz dzielone (rynkowo lub nakazowo) na większą liczbę osób, a nie zmieni się docelowy realny stan salda gotówkowego, jaki ludzie chcą trzymać względem swoich innych aktywów.

Jednym z kanałów, jakim uchodźcy będą powiększali swoje salda gotówkowe (z czasem, miejmy nadzieję, dominującym), będzie dostarczanie dóbr i usług cenionych na polskim rynku. [Według Straży Granicznej](#) od początku rosyjskiej agresji na Ukrainę do 13 IV wjechało do Polski 2,73 mln osób. Zapewne część z nich wyjechała dalej do innych krajów, a część powróciła już po tym, jak Rosjanie wycofali swoje wojska z północnej Ukrainy. Do 13 IV 909 tys. uchodźców [zarejestrowało swój pobyt w naszym kraju](#). Około 48% z nich było w wieku 18-65 lat i oni wkrótce mogą dołączyć do polskiego rynku pracy. Według oficjalnych danych zatrudnienie według specjalnych, ułatwionych przepisów dla uchodźców znalazło [62 tysiące z nich](#). Możliwe, że rzeczywista liczba pracujących jest wyższa. Część mogła być zatrudniana na podstawie innych procedur (w marcu w ZUSie

[zgłoszono do ubezpieczeń społecznych](#) prawie 104 tysiące osób z Ukrainy), a część pracuje na razie nieformalnie⁴.

Dzięki ich pracy zwiększy się podaż konkretnych dóbr i usług na rynku, co będzie powodowało tendencję do spadku cen tych produktów i do wzrostu siły nabywczej pieniądza. Oczywiście napływ tak dużej liczby ludzi w tak krótkim czasie może podnieść ceny niektórych dóbr (np. wynajmu mieszkań), ale będzie to zawiązką kompensowane przez spadek cen dóbr w branżach, w których uchodźcy znajdują zatrudnienie.

Co może pójść nie tak?

Największym zagrożeniem dla przedstawionego tu optymistycznego scenariusza inflacyjnego pozostaje Narodowy Bank Polski. Jeśli powróci on do niekonwencjonalnej polityki pieniężnej i ponownie zacznie masowo nabywać polski dług, to grożą nam ponowne szybkie wzrosty podaży pieniądza. W dłuższym okresie dla kwestii monetarnych niebezpieczeństwem pozostaje ewentualne wydatkowanie środków z Krajowego Planu Odbudowy (który być może zostanie zatwierdzony przez instytucje unijne). W polskim systemie unijne dotacje są zwykle wymieniane przez rząd w NBP na świeżo wykreowane złote, które są wydawane na zakup dóbr i usług na rynkach i prowadzą do tendencji proinflacyjnych. Wydaje się jednak, że zanim doszłoby do rzeczywistego wydatkowania środków z KPO, to powinny już być widoczne pozytywne efekty ustabilizowania się zasobu pieniądza w polskiej gospodarce i przyhamowania akcji kredytowej.

⁴ Przykładowo na osiedlowych grupach w mediach społecznościowych można znaleźć oferty zakupu ukraińskich potraw przygotowywanych przez uchodźców lub np. oferty usług osobistych (jak masaże) – możliwe, że na razie te działalności pozostają niezarejestrowane i są poza radarem instytucji państwowych.