

Czy RPP poddała się w walce z inflacją?

Autor: **Przemysław Rapka**

- W środę 09.11.2022 rada polityki pieniężnej ponownie zdecydowała, że nie podniesie stóp procentowych. Dzień później prezes Adam Glapiński wypowiedział się na temat decyzji RPP.
- Decyzja ta jest złą informacją dla Polskiej gospodarki.
- Chociaż dynamika agregatów monetarnych wyhamowała, to wciąż działają inne czynniki, które przyczyniają się do wzrostu inflacji.
- Dynamika konsumpcji jest znacznie wyższa od dynamiki oszczędności.
- RPP powinna dalej podnosić stopy procentowe, aby umacniać złotego, zachęcać do oszczędzania oraz obniżyć oczekiwania inflacyjne.

Czy to koniec walki z inflacją?

Rada Polityki Pieniężnej już drugi raz z rzędu postanowiła nie podnosić stóp procentowych. Decyzja ta została podjęta pomimo słabego złotego, pogarszającego się stanu finansów publicznych i wciąż przyśpieszającej inflacji. Można domyślać się, że decyzja ta spotkała się również z dezaprobatą niektórych członków RPP, jak Joanna Tyrowicz, Ludwig Kotecki czy Przemysław Litwiniuk. [Jak prezes Glapiński uzasadnił tę decyzję?](#)

Po pierwsze, według prezesa Glapińskiego obecnie za inflację w Polsce odpowiadają głównie takie czynniki, na które RPP wpływu nie ma, czyli wojna i wzrost cen surowców energetycznych. Pod tym względem retoryka najważniejszego organu NBP nie zmienia się.

Po drugie, prezes Adam Glapiński zwrócił uwagę na prognozy recesji na świecie i w Polsce, które mają sprawić, że inflacja spadnie — taką prawidłowość można według niego zaobserwować w trakcie recesji, a dzieje się tak z powodu wzrostu niepewności i spadku zagregowanych wydatków.

Po trzecie, prezes NBP zwrócił uwagę na wycofanie przez rząd tarczy antyinflacyjnej, co ma przyczynić się na jakiś czas do podwyższenia inflacji.

Po czwarte, Adam Glapiński ponownie podkreślił, że RPP zdaje sobie sprawę z tego, że w najbliższym okresie inflacja jeszcze wzrośnie. Co prawda

zarówno NBP, jak i inne banki centralne podniosły stopy procentowe, ale na ich efekty trzeba czekać, ponieważ polityka monetarna działa z opóźnieniem. Dlatego RPP postanowiła poczekać na efekty dotychczasowych podwyżek stóp procentowych w Polsce i na świecie oraz na skutki recesji, która się zbliża.

Należy jeszcze wspomnieć, że trakcie wystąpienia prezes Adam Glapiński poinformował, że RPP nie chce gwałtownego wyhamowania inflacji, ale jej stopniowego wygaszania. Z tego powodu poziom stóp procentowych ma być w tej chwili odpowiedni i dlatego teraz NBP czeka na efekty, które powinny być zaobserwowane w drugim kwartale 2023 roku. Nie oznacza to, że NBP zakończył cykl podwyżek stóp procentowych, ale na razie tylko go zatrzymał. Właśnie w celu obserwacji efektów i podjęcia dalszych decyzji.

Czy to oznacza, że przynajmniej na razie RPP oddaje pole inflacji? Czy też może prezes Glapiński ma rację i NBP póki co zrobiło tyle, ile powinno i teraz trzeba poczekać na pierwsze efekty? Żeby na to odpowiedzieć, trzeba spojrzeć na dotychczasowe skutki działań NBP oraz, co ważniejsze, zmienne makroekonomiczne. Dlatego najpierw krótko opiszę znaczenie wojny na Ukrainie i surowców energetycznych dla inflacji, a także dotychczasowy wpływ podwyżki stóp procentowych. Poruszona zostanie również kwestia konsumpcji i oszczędności w Polsce.

Ropa, gaz i inflacja w Polsce

Zacznijmy od skutków wojny na Ukrainie. Chociaż ceny ropy i gazu nie odpowiadają za inflację na świecie, to prawdopodobnie przyczyniają się do inflacji w Polsce. [Jak pisałem wcześniej](#), Rosja ograniczyła dostawy surowców energetycznych do Europy, w tym Polski. Jednocześnie Europa nie ma możliwości sprowadzenia z innych źródeł tyle gazu i ropy, by zastąpić ten, który kupowała od Rosji. To przekłada się na spadek podaży surowców energetycznych w gospodarce, a to znowu przekłada się na niższą produkcję, więc przyczynia się do inflacji. Tak więc tym razem faktycznie problemy z surowcami energetycznymi mogą być źródłem inflacji¹.

Na dostępność tych surowców bezpośrednio NBP wpływu nie ma, ponieważ to nie NBP decyduje o inwestycjach w wydobycie gazu w Polsce i nie zarządza kopalniami węgla. Jednak tutaj sytuacja powinna się niedługo nieco poprawić, bo z biegiem czasu coraz więcej gazu będzie płynąć gazociągiem Baltic Pipe, który

¹ Nie jest to pierwszy raz, gdy prezes Glapiński za inflację obwinia ceny surowców. Wcześniej nie była to prawda, ponieważ ceny surowców wynikały z nadmiernie pobudzonego popytu i kreacji pieniądza na całym świecie. Jednak teraz faktycznie ich podaż została znacząco ograniczona, co wymaga dostosowania się do tej sytuacji wielkości produkcji w Europie. Nie zmienia to faktu, że dotąd prezes Glapiński był jak ten chłopiec z opowieści dla dzieci, który ostrzegał przed wilkami.

pozwała nam pozyskać nawet 10 mld m³ gazu z Norwegii. Tutaj trzeba przyznać rację prezesowi Glapińskiemu, że faktycznie surowce energetyczne przyczyniają się do inflacji w Polsce, ale gdy tylko po zimie spadnie popyt na te surowce (bo zakończy się sezon grzewczy), to również inflacja powinna się obniżyć.

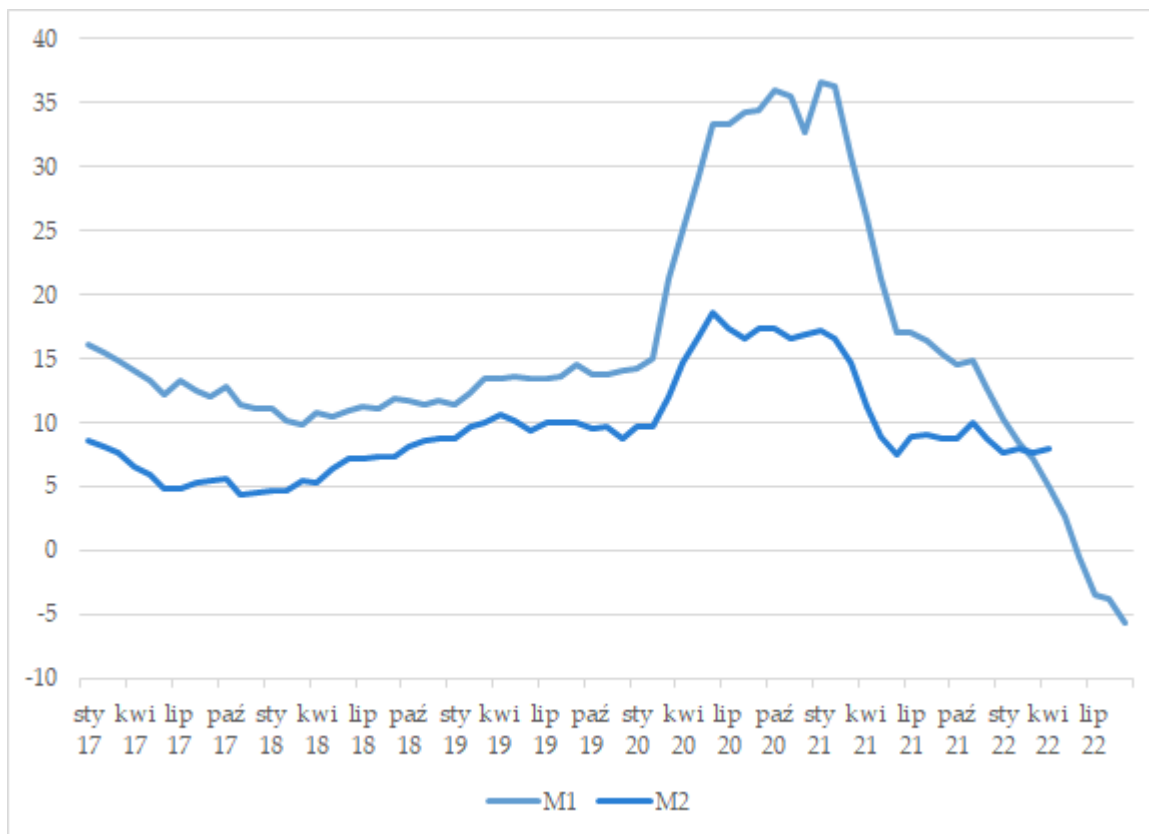
Wojna na Ukrainie i uchodźcy

Kolejny czynnik, który przyczynił się do inflacji, to wojna na Ukrainie. Po jej wybuchu Polacy postanowili pomóc Ukrainie i zaczęli masowo kupować produkty potrzebne zarówno na Ukrainie jak i uchodźcom z tego kraju. Z tego powodu konsumpcja w Polsce silnie wzrosła, o czym [mówiliśmy z Mateuszem Benedykiem w podcaście Ludzkie Gadanie](#). Skalę tej pomocy można było zaobserwować, obserwując dynamikę nominalnej sprzedaży detalicznej w marcu tego roku, gdy jej odczyt wskazał wzrost o 22% *w stosunku do poprzedniego miesiąca!*

Wpływ tego czynnika związanego z nagłym napływem ludzi może jeszcze trochę potrwać, ponieważ obecnie w Polsce przebywa około 1,3 mln uchodźców z Ukrainy [według danych MSWiA](#), którzy również potrzebują zjeść, ubrać się i gdzieś mieszkać. To jest czynnik zdecydowanie proinflacyjny w krótszym okresie, który z czasem będzie słabnąć w miarę dostosowania się cen i wzrostu produkcji dzięki większej ilości pracowników.

Jak kształtuje się obecnie podaż pieniądza?

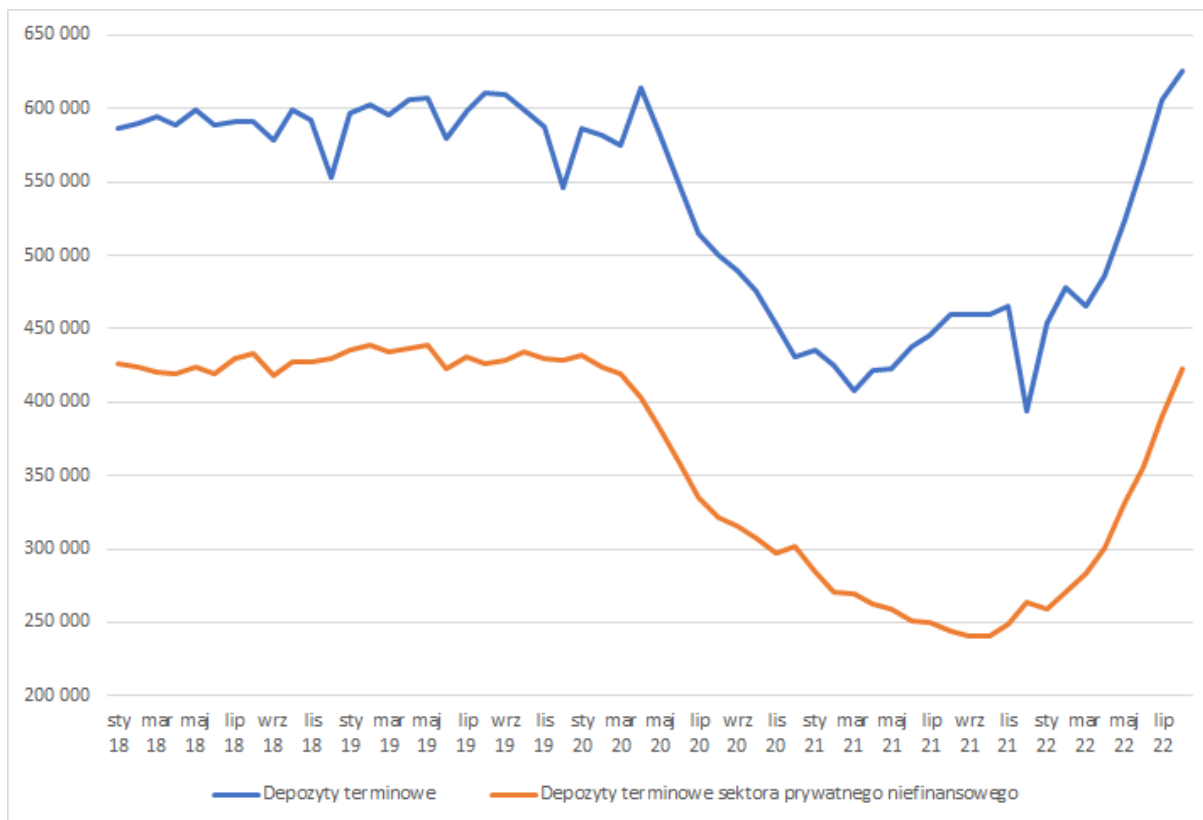
Na łamach naszego portalu wielokrotnie zwracaliśmy uwagę, że inflacja jest przede wszystkim skutkiem wzrostu podaży pieniądza — szczególnie, gdy ta podaż rośnie znacznie mocniej, niż zwykle. Dlatego należy spojrzeć na dynamikę agregatów monetarnych i wyciągnąć z nich pewne wnioski. Widać wyraźnie, że na skutek działań RPP doszło do wyhamowania kreacji pieniądza — wykres poniżej przedstawia właśnie zmianę dynamiki agregatów M1 i M2 na przestrzeni czasu.



Wykres 1: Dynamika podaży pieniądza M1 i M2 w Polsce 01.2017-09.2022

Źródło:nbp.pl

Jak widać, agregat M1 nie tylko przestał rosnąć, a wręcz spada. To oznacza, że ludzie coraz mniej pieniędzy trzymają na rachunkach bieżących czy w formie fizycznej gotówki (gotowej do wydania). Natomiast przeznaczają coraz większą część pieniędzy na oszczędności, co możemy zaobserwować, gdy spojrzymy na wielkość depozytów terminowych w bankach komercyjnych.



Wykres 2: depozyty terminowe w bankach (w mln zł)

Źródło: nbp.pl

Wzrost stóp procentowych spowodował, że teraz ludzie chętniej oszczędzają i odbudowują swoje oszczędności — wielkość środków zgromadzonych na lokatach wzrosła nieco ponad poziom przed pandemią. Czyli mamy tutaj czynnik, który powinien zmniejszyć konsumpcję w gospodarce.

Musimy uczciwie stwierdzić ponownie, że ta zmiana dynamiki podaży pieniądza przemawia za tym, co powiedział prezes Adam Glapiński — inflacja powinna zacząć obniżać się, ponieważ RPP podniosło stopy procentowe i na skutek tego ekspansja monetarna wyhamowała, co powinno wywierać wpływ dezinflacyjny. Jednak kiedy powinniśmy zaobserwować ten dezinflacyjny wpływ spowolnienia kreacji pieniądza?

To już jest trudne do oceny. Przyjmuje się, że impuls monetarny można odczuć najszybciej po 3-4 kwartałach. Natomiast według badań Havranka i Rusnaka² średni czas od wystąpienia impulsu monetarnego do maksymalnego spadku cen pod jego wpływem wynosi 18,7 miesięcy. Pierwsza podwyżka stóp procentowych miała miejsce w październiku 2021, więc jej wpływ powinien zakończyć się mniej więcej w kwietniu 2024 roku. Ostatnia podwyżka póki co

² Havranek Tomas, Rusnak Marek, 2013, „Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis”, *International Journal of Central Banking* 9(4).

miała miejsce we wrześniu 2022, więc ceny powinny spadać według tego aż do marca 2025 roku.

Konsumpcja i oszczędności obecnie

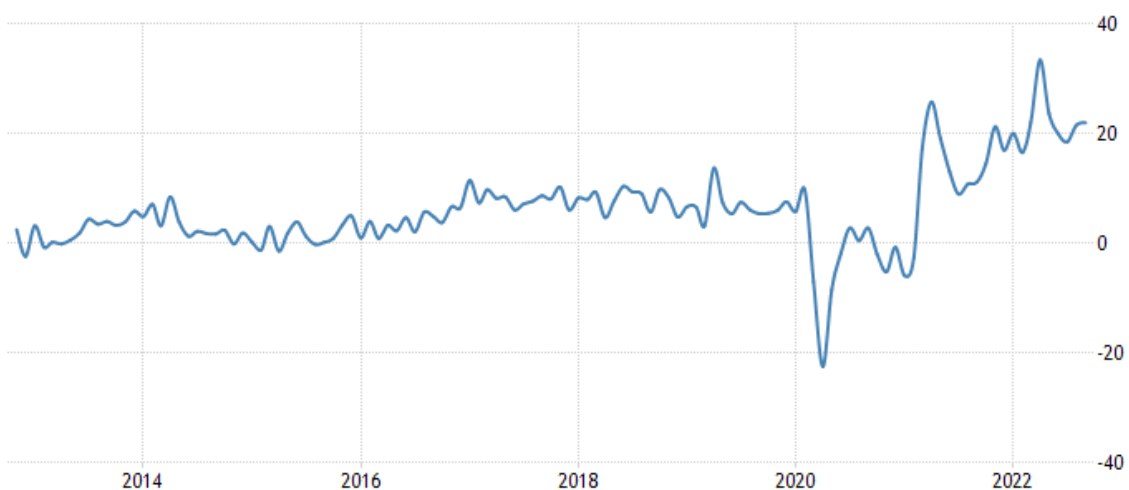
Powyżej przypomniałem, że pod wpływem wzrostu stóp procentowych ograniczona została kreacja pieniądza oraz wzrosły oszczędności Polaków. Jednak pokazałem tylko zmianę nominalnej wielkości oszczędności zgromadzonych na lokatach. Warto natomiast porównać oszczędności w Polsce do zmian konsumpcji. Spójrzmy na dynamikę sprzedaży detalicznej w cenach bieżących (czyli na nominalną sprzedaż detaliczną) rok-do-roku we wrześniu dla poszczególnych lat.

| Rok | Dynamika |
|------|----------|
| 2015 | 0,1% |
| 2016 | 4,8% |
| 2017 | 8,6% |
| 2018 | 5,6% |
| 2019 | 5,3% |
| 2020 | 2,7% |
| 2021 | 11,1% |
| 2022 | 21,9% |

Tabela 1: dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej we wrześniu kolejnych lat

Źródło: stat.gov.pl

Na wykresie dynamika sprzedaży nominalnej wygląda następująco.



Wykres 3: Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w Polsce 09.2012-09.2022.

Źródło: tradingeconomics.com

Jak widać, po pandemii dynamika sprzedaży detalicznej wystrzeliła w górę. To oznacza, że kwoty wydawane na dobra w handlu detalicznym rosną w niespotykanym tempie i we wrześniu tego roku te wydatki były wyższe o 21,9%. Gdyby porównać nominalną sprzedaż detaliczną z września tego roku do września 2019 roku, to we wrześniu 2022 ta wielkość ekonomiczna była większa o 39,1%.

Tymczasem oszczędności Polaków rosną wolniej niż konsumpcja. Jeśli porównamy sobie wielkość depozytów terminowych we wrześniu 2022 do września 2019, to zauważymy, że ich wielkość zmieniła się w niewielkim stopniu. Jeśli chodzi o całość depozytów terminowych, to ich wielkość wzrosła nieznacznie (szczególnie jak na tak długi okres) o 2,53% — 609,74 mld zł do 625,17 mld zł. Ale jeśli spojrzymy na depozyty terminowe sektora prywatnego niefinansowego, to ta wielkość spadła o 1,17% — niemal nieistotny spadek z 428,26 mld zł do 423,27 mld zł.

No dobrze, popatrzmy jeszcze na wielkość oszczędności w domach maklerskich i na rachunkach funduszy inwestycyjnych. Według [danych KNF](#) wielkość aktywów klientów w domach maklerskich w drugim kwartale 2022 roku była wyższa o 93,6 mld zł niż w trzecim kwartale 2019 roku³ — wzrost z 91,55 mld zł do 185,14 mld zł. [Natomiast wartość aktywów na rachunkach TFI](#) spadła od trzeciego kwartału 2019 do drugiego kwartału 2022 o prawie 12,6 mld zł — z 373,33 mld zł do 360,74 mld zł. To oznacza, że w domach maklerskich i funduszach inwestycyjnych wielkość oszczędności zgromadzonych wzrosła o około 81 mld zł.

Tak więc całkowite oszczędności zgromadzone w tych domach maklerskich, funduszach inwestycyjnych i na lokatach wzrosły z około 1,075 bln zł do około 1,17 bln zł — o 96,4 mld zł. Czyli oszczędności w podobnym okresie wzrosły o 8,9%. Widzimy więc znacznie silniejszą dynamikę konsumpcji niż oszczędności.

Wzrost oszczędności może wydawać się ogromny — ponad 96 mld zł. Jednak gdy popatrzymy na zmiany procentowe, to zobaczymy, że wzrost konsumpcji jest znacznie mocniejszy. Tak więc alokacja dochodów przez ludzi zmieniła się na korzyść konsumpcji i niekorzyść inwestycji, pomimo dodatkowych

³ Na rzecz obliczeń wykorzystano dane dla domów maklerskich i TFI z drugiego kwartału 2022, ponieważ wyniki dla trzeciego kwartału 2022 nie zostały jeszcze opublikowane. Tak więc skala wzrostu oszczędności z powodu braku danych jest nieco zaniżona. Najprawdopodobniej jest zaniżona w niewielkim stopniu.

96,4 mld oszczędności. Tak więc mamy do czynienia z potężnym wzrostem konsumpcji, który wciąż ma miejsce, jak pokazują ostatnie dane. I to jest najważniejszy punkt, na który chciałem zwrócić uwagę — właśnie ten znaczny wzrost wydatków konsumpcyjnych.

Kurs walutowy i inflacja

Od wybuchu pandemii kurs walutowy w Polsce znacząco się osłabił. Jeszcze w styczniu 2020 roku kurs dolara amerykańskiego poruszał się w zakresie 3,60-4 zł. Później dolar sięgnął 5,05 zł, obecnie złoty umocniła się (dolar umocnił się do 4,5 zł) na skutek spadku inflacji w USA, przez co inwestorzy zaczęli spodziewać się szybszego zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Tymczasem euro kosztowało między 4,20-4,30 zł, by później wzrosnąć do niemal 5 zł. Następnie złoty umocnił się i cena euro spadła do 4,7 zł (w chwili pisania artykułu).

Faktycznie trzeba przyznać, że działania innych banków centralnych i państw mają duży wpływ na kurs złotego, więc NBP nie decyduje sam o tym, jaki będzie ten kurs. Ale to nie zmienia faktu, że NBP ma wpływ na kurs złotego i może wpływać na niego na dwa sposoby.

Po pierwsze, tworząc zachętę do zakupu złotego w celu zdeponowania pieniędzy w Polsce i zakupu polskich obligacji. Tą zachętą jest właśnie stopa procentowa. Im jest wyższa, tym bardziej opłaca się inwestować w walutę danego kraju.

Po drugie, w obecnym okresie wysokiej inflacji ważna jest wiarygodność banku centralnego. Główną rolą banku centralnego jest dbanie o wartość pieniądza i inwestorzy biorą pod uwagę to, jak ta instytucja wywiązuje się ze swoich obowiązków, kiedy rozważają zainwestowanie w jakąś walutę. Jeśli nie wierzą, że bank centralny wywiąże się ze swoich obowiązków tak, jak powinien, to będą porzucać walutę, obawiając się zbyt niskich stóp procentowych i spadku wartości tej waluty.

Dlatego ważne jest to, co mówi prezes Głapiński i to, jak ludzie go odbierają. Istotne są nie tylko stopy procentowe. Jeśli bowiem wypowiedzi osób związanych z NBP i decyzje RPP są negatywnie odbierane przez inwestorów, to ci wyprzedają złotego. Dlatego też w okresie słabnącego kursu walutowego i wysokiej inflacji ważne jest, by osoby podejmujące decyzje w banku centralnym, zajmowały mocne stanowisko, które przekona inwestorów do tego, że bank centralny zrobi wszystko, aby zadbać o wartość złotego.

Kurs walutowy jest obecnie o tyle ważny, że została ograniczona dostępność surowców energetycznych w Europie — po tym gdy Rosja zmniejszyła

dostawy. Dlatego teraz kraje Europy będą konkurować między sobą o ropę i gaz. Aby móc taniej kupować te surowce, Polska potrzebuje mocniejszego kursu walutowego. Jeśli kurs walutowy będzie słaby, to Polska będzie płacić więcej i kupować mniej surowców energetycznych. Droższy będzie również import towarów z innych krajów. Z tego powodu spadnie produkcja w Polsce i wzrośnie dodatkowo inflacja.

Wnioski i porównanie z Brazylią

Na podstawie powyższych informacji uważam, że RPP popełniła błąd, po raz kolejny podejmując decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie. Dynamika oszczędności jest znacznie niższa niż dynamika konsumpcji. Co więcej, chociaż faktycznie prezes Glapiński ma rację twierdząc, że na kurs złotego mają większy wpływ duże banki centralne, jak Fed czy EBC, niż Narodowy Bank Polski, to nie znaczy, że NBP tego wpływu nie ma wcale lub że ten wpływ jest pomijalny. A dbanie o kurs walutowy, jak podkreśliłem wcześniej, jest ważne szczególnie teraz, gdy musimy konkurować z innymi krajami Unii Europejskiej o znacząco ograniczoną podaż surowców energetycznych

Dlatego RPP powinna dalej podnosić stopy procentowe, aby zachęcać ludzi do dalszego oszczędzania i umacniać kurs walutowy. Chociaż gdyby NBP odpowiednio długo poczekało, to faktycznie inflacja sama w końcu spadłaby do poziomu celu inflacyjnego. Jednak czy jest to dobry pomysł, to już nie jestem tego taki pewien.

Pomimo problemów z surowcami energetycznymi warto przyjrzeć się innym krajom, które prowadziły odmienną politykę monetarną od tej NBP. Spójrzmy jak wygląda sytuacja w Brazylii, gdzie bank centralny mocno i szybko podnosił stopy procentowe.



Wykres 4: Stopy procentowe banku centralnego Brazylii

Źródło: tradingeconomics.com



Wykres 5: Inflacja w Brazylii 01.2019-10.2022

Źródło: tradingeconomics.com

Jak widać, stopy procentowe banku centralnego Brazylii są znacznie wyższe niż w Polsce i wynoszą 13,75%. Co ciekawe, Brazylia podniosła stopy procentowe powyżej inflacji w maju tego roku i od tamtego czasu inflacja spadła z 12,1% do 6,5% obecnie. To oznacza, że faktycznie radykalna walka z inflacją za pomocą polityki realnych dodatnich stóp procentowych zapewnia szybko efekty.

Myślę, że dostępne dane sugerują, że obecnie faktycznie działają czynniki dezinflacyjne i prezes Glapiński nie wygaduje kompletnych farmazonów, gdy mówi o tym, że inflacja może sama spaść w przyszłości. Jednak uważam, że potrzebne są dalsze podwyżki stóp procentowych, jeśli chcemy, by inflacja spadła

tak szybko, jak sugerował prezes Glapiński. A najlepiej by było, żeby inflacja spadała tak szybko jak w Brazylii, do tego celu tym bardziej są potrzebne kolejne podwyżki stóp procentowych.

Wygląda na to, że RPP postanowiło oddać pole inflacji. Liczy jednocześnie, że inflacja sama ustąpi pod wpływem oddziaływania czynników dezinflacyjnych, które występują już (dynamika podaży pieniądza) lub wystąpią po wojnie (spadek popytu na surowce energetyczne po zakończeniu sezonu grzewczego). Jednak w chwili obecnej ta decyzja nie jest dobra, ponieważ konsumpcja wciąż rośnie mocniej niż oszczędności, a kurs walutowy słabnie. Dlatego jeśli NBP naprawdę kieruje się wartością polskiej waluty, jak przypomniał w trakcie wystąpienia prezes Glapiński, to RPP powinna podjąć decyzję o podwyższeniu stóp procentowych.