

RPP drażni inflacyjny tygrysa

Autor: **Arkadiusz Sieroń**

- Stopa inflacji ciągle rośnie i w październiku 2022 r. wyniosła 17,9%.
- Tymczasem RPP na ostatnich dwóch posiedzeniach nie podniosła stóp procentowych.
- Sugeruje to, że niedopuszczenie do nadmiernego spowolnienia wzrostu gospodarczego stało się ważniejsze dla RPP niż obniżenie prawie dwudziestoprocentowej inflacji.
- Jest to dość zaskakujące. Wydaje się, że – mimo dezinflacyjnych impulsów ze strony podaży pieniądza i kredytu – dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej byłoby wskazane.
- Przyjęta strategia stopniowego obniżania inflacji – o ile można ją nazwać strategią, a nie kapitulacją – może prowadzić do silniejszych negatywnych konsekwencji gospodarczych niż bardziej zdecydowana walka z inflacją.

1. Wprowadzenie

Jak śpiewał klasyk, inflacja wciąż trybi i jarzy. Według [danych GUS](#), stopa inflacji wzrosła do 17,9% w październiku 2022 r. Tym samym, jak widać na Rysunku 1, [roczna stopa inflacji](#) wzrosła do poziomu nienotowanego od końca 1996 r. Przy czym wtedy trwała już dezinflacja, a obecnie wciąż nie jest jasne, kiedy osiągniemy szczyt.

Rys. 1: Roczna stopa inflacji CPI w Polsce w latach 1996-2022



Tymczasem Rada Polityki Pieniężnej, wbrew oczekiwaniom rynkowym, na ostatnich dwóch posiedzeniach nie zmieniła stóp procentowych, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 6.75% (zob. rys. nr 2).

Rys. 2: Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2008-2022

Podstawowe stopy procentowe NBP na koniec miesiąca

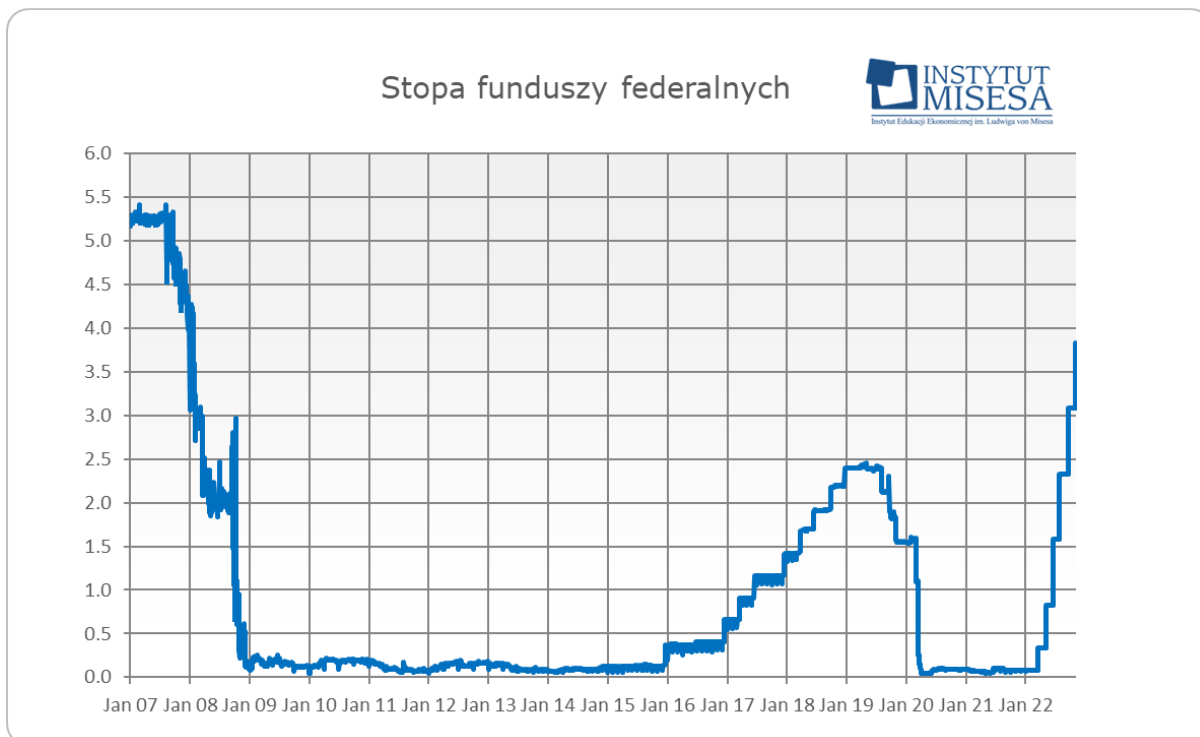


Ostatnia aktualizacja danych: 2022-11-10

Źródło: NBP

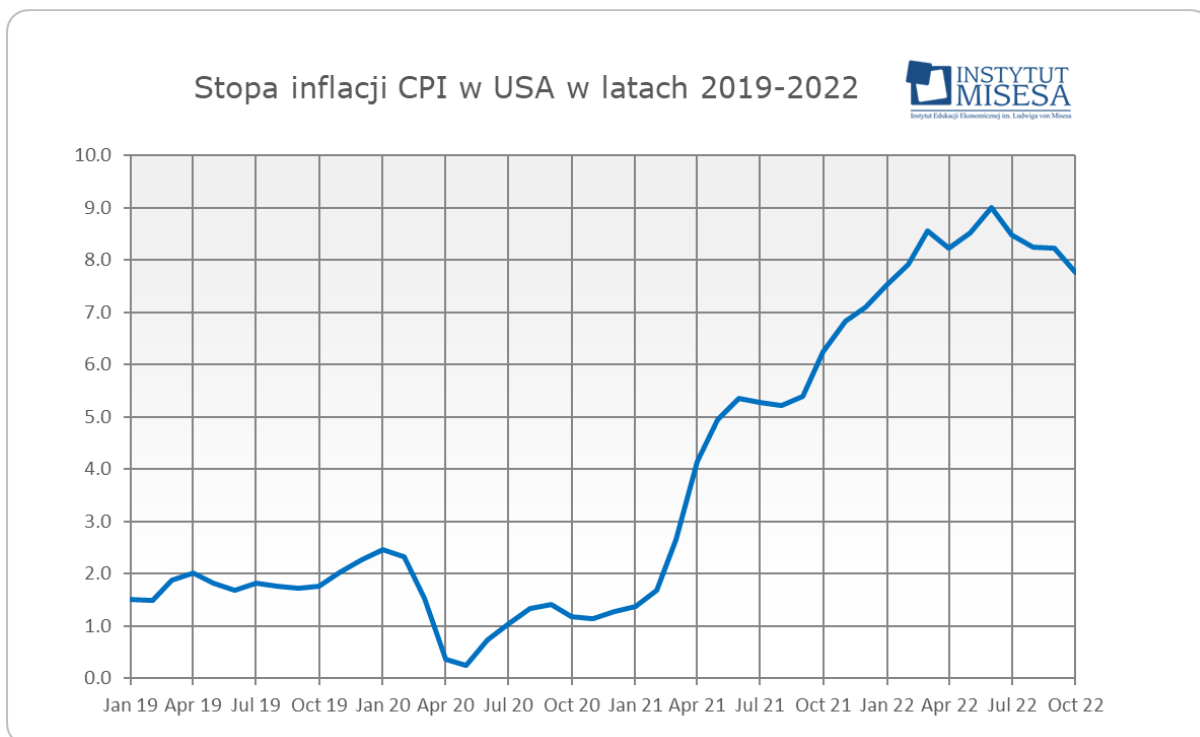
Bierność RPP w obliczu bardzo wysokiej i ciągle rosnącej inflacji jest co najmniej zastanawiająca. Zwłaszcza że inne banki centralne wciąż stopy procentowe podwyższają. Przykładowo, amerykańska Rezerwa Federalna w listopadzie 2022 r. podniosła swoją główną stopę procentową o 75 punktów bazowych po raz czwarty z rzędu (zob. rys. 3), sygnalizując przy tym dalsze podwyżki (choć prawdopodobnie już mniejsze).

Rys. 3: Stopa funduszy federalnych Fed w latach 2008-2022



Co ważne, Fed podjął taką decyzję, mimo że stopa inflacji w USA zaczęła spadać i wyniosła w październiku 7,8%, a więc ponad dwukrotnie mniej niż w Polsce.

Rys. 4: Stopa inflacji CPI w USA w latach 2019-2022



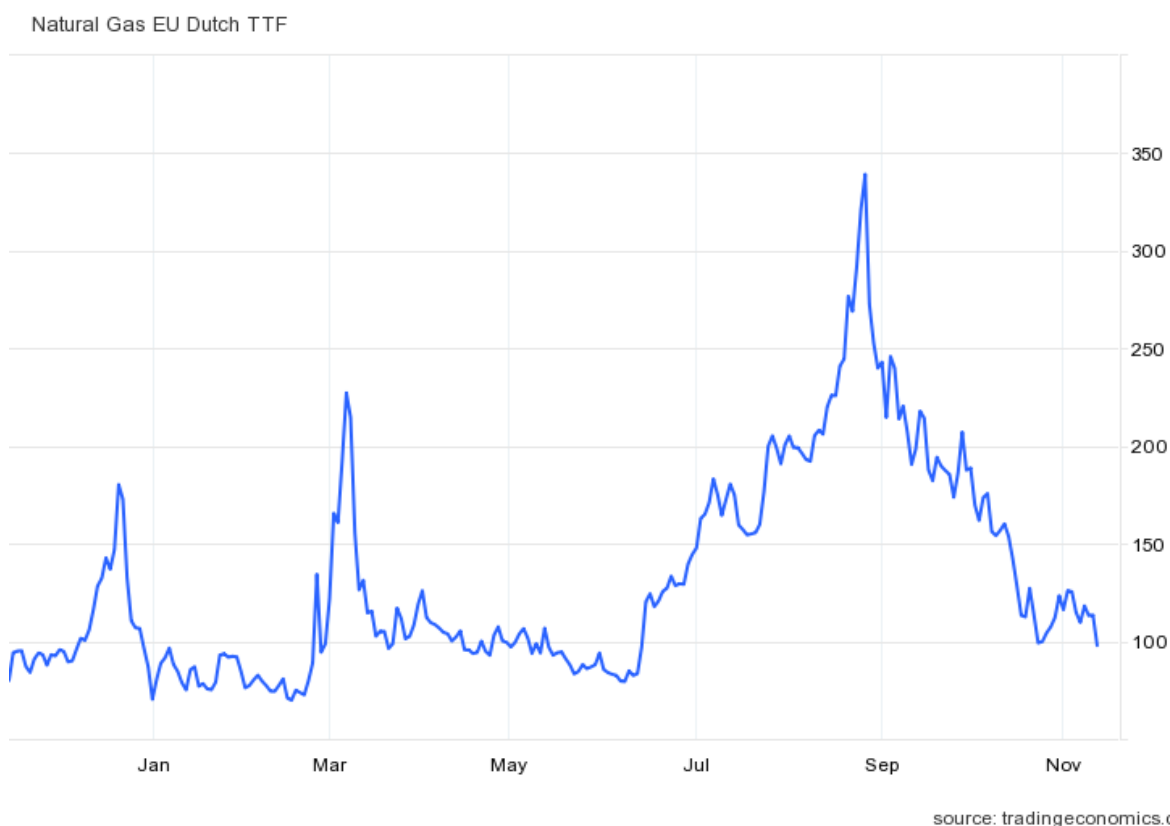
2. Wszystkie błędy NBP

Fundamentalnym błędem NBP jest przekonanie o inflacji jako o czynniku zewnętrznym, wynikającym głównie z rosnących cen surowców i pozostającym poza kontrolą banku centralnego. Choć [w swoim ostatnim komunikacie](#) RPP wspomina o czynnikach popytowych, wydaje się zakładać, że za inflację odpowiada przede wszystkim skokowy wzrost cen energii oraz wojna na terytorium Ukrainy. Tłumaczyłem już [wcześniej](#), że zarówno logika ekonomiczna (wzrost cen wybranych dóbr prowadzi do zmian relatywnych cen, nie do powszechnego wzrostu cen), jak i dane empiryczne (czyli wzrost inflacji bazowej, pozbawionej cen żywności oraz energii) negują kosztową teorię inflacji.

Na gruncie teoretycznym mogę dodać tutaj, że wielu polityków i ekonomistów wciąż niestety myli inflację z jej pomiarami. Inflacja to powszechny wzrost cen, który zachodzi niezależnie od zmian względnych cen. Tymczasem wskaźnik inflacji, taki jak CPI, musi z konieczności bazować na pomiarach rzeczywistych cen – zawiera zatem w sobie zarówno komponent zmian relatywnych, jak i powszechny wzrost cen, czyli inflację. Nie oznacza to jednak, że wzrost cen surowców *powoduje* inflację. Równie dobrze można by twierdzić, że za hossę na giełdzie odpowiada wzrost kursu akcji wybranej spółki albo że za falę upałów w Polsce odpowiada wzrost temperatury w Bździszewie.

Na froncie (gra słów zamierzona) empirycznym warto zauważyć, że ceny gazu są w tej chwili na poziomie sprzed inwazji Rosji na Ukrainę (jak pokazuje poniższy wykres), a – mimo to – inflacja utrzymuje się na podwyższonym poziomie, co jasno pokazuje, że nie można zrzucać za nią winy na ceny energii.

Rys. 5: Cena gazu ziemnego na giełdzie TTF w latach 2021-2022



Oczywiście, NBP zdaje sobie z tego sprawę. Dlatego na swojej [listopadowej konferencji prasowej](#) prezes Głapiński tłumaczył, że uporczywie wysoka inflacja wynika z większego od zakładanego efektu wzrostu cen surowców na inflację bazową („wtórne efekty na inflację bazową okazały się nadspodziewanie silne”).

Jaki tutaj miałyby działać mechanizm? Cóż, przedsiębiorcy po prostu mają przerzucać wyższe koszty na konsumentów, podwyższając ceny. Ach, i wszystko jasne! Czyli odwołujemy się do kosztowej teorii inflacji (a w pewnym sensie też do chciwościowej teorii inflacji, o której [pisał](#) niedawno Mateusz Machaj)! Ale dlaczego przedsiębiorcy nie podwyższali wcześniej cen swoich produktów? Gdyby mogli dowolnie przerzucać koszty na kupujących, to nie czekali by przecież na wzrost kosztów, tylko po prostu podnieśli ceny. Czy czasem nie wynika to z tego, że nie pozwalał im na to ograniczony popyt konsumentów? A teraz mogą podwyższać ceny, bo na rynku pojawiło się więcej pieniędzy, co zwiększyło popyt.

Listopadowy komunikat RPP sugeruje, że decyzja o niepodnoszeniu stóp procentowych wynika ze spodziewanego dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce (pomimo bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy). Jeśli jednak RPP oczekuje recesji, to powinna albo stopy procentowe obniżyć, albo właśnie dalej podwyższać, aby osiągnąć szczyt inflacji przed recesją.

Recesja wydaje się prawdopodobna w ciągu najbliższych kwartałów – czy nie byłoby lepiej wejść w nią z jak najniższą inflacją? Zwiększyłyby to pole manewru NBP. Recesja przy wysokiej inflacji, czyli stagflacja, wydaje się najgorszym z możliwych scenariuszy.

Kolejnym zastanawiającym działaniem NBP jest wydłużenie prognozy inflacji do 2025 roku, aby pokazać ostatecznie zejście inflacji do celu i móc argumentować, że dotychczasowe podwyżki będą wystarczające. Tym samym jednak NBP przyznał, że nie uda się pokonać inflacji wcześniej. Pojawia się zatem naturalne pytanie: dlaczego RPP nie podniosła stóp, aby przyspieszyć tryumf nad inflacją? Stwierdzenie, że wysoka inflacja będzie bardziej uporczywa niż zakładano wcześniej, powinno prowadzić do bardziej zdecydowanego zacieśniania polityki pieniężnej, a nie do kolejnej pauzy. Zwłaszcza że prognozy dotyczące 2025 roku są z konieczności obarczone wysoką niepewnością i nie warto się do specjalnie przywiązywać do tego, że według analityków NBP inflacja z 50-procentowym prawdopodobieństwem znajdzie się w przedziale 2,1-4,9% na koniec horyzontu projekcji. Wydłużenie okresu prognozy sugeruje dopasowywanie jej do oczekiwań, czyli rodzaj kapitulacji NBP w realizacji swojego głównego mandatu, co jest oczywistym błędem komunikacyjnym, który dodatkowo utrudni walkę z inflacją.

Cóż, wydaje się, że RPP uległa urokowi pesymizmu wyznawanego przez prezesa Glapińskiego. Jak stwierdził podczas swojej listopadowej konferencji prasowej, „dalsza podwyżka stóp nie spowodowałaby jakiś dodatkowych korzystnych efektów, jeżeli chodzi o zwalczanie inflacji”. Jest to zaskakujące stwierdzenie. Konsensus makroekonomiczny twierdzi inaczej (o ile trwa debata na temat efektywności luzowania polityki pieniężnej, o tyle ekonomiści uważają powszechnie, że zacieśnianie polityki monetarnej jest skutecznym działaniem antyinflacyjnym; jeśli się spierają, to raczej o skutki dla realnej aktywności gospodarczej i rynku pracy). Ale nawet jeśli prezes Glapiński ma rację, to dlaczego w ogóle o tym mówi, osłabiając wiarę w to, że NBP zdoła okiełznać inflację?

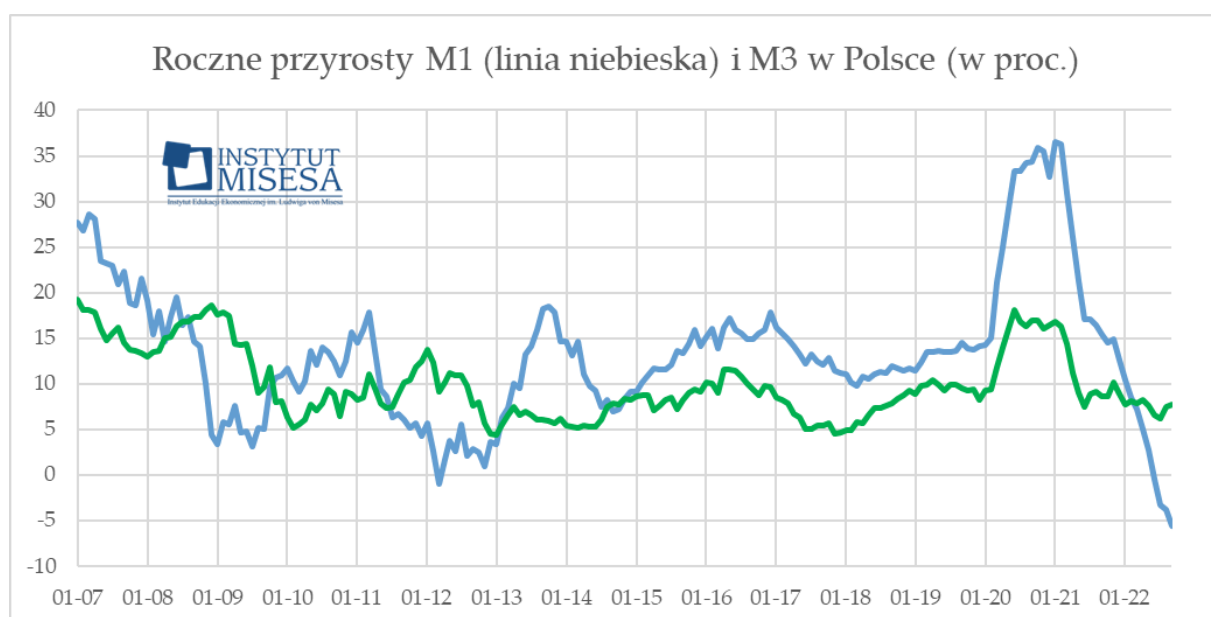
I, wreszcie, kontynuowanie podwyżek stóp procentowych w obliczu zacieśniania polityki pieniężnej przez inne banki centralne mogłoby relatywnie wzmacniać polskiego złotego i, tym samym, poprzez kanał walutowy, hamować inflację.

3. Czy zatem RPP popełnia błąd, nie podwyższając stóp?

Chociaż powyższa analiza nasuwa odpowiedź twierdzącą, nie śpieszymy się z werdyktem. Ostatecznie zgodnie z ilościową teorią pieniądza, to przede wszystkim zmiany w podaży pieniądza odpowiadają za kształtowanie się stopy inflacji.

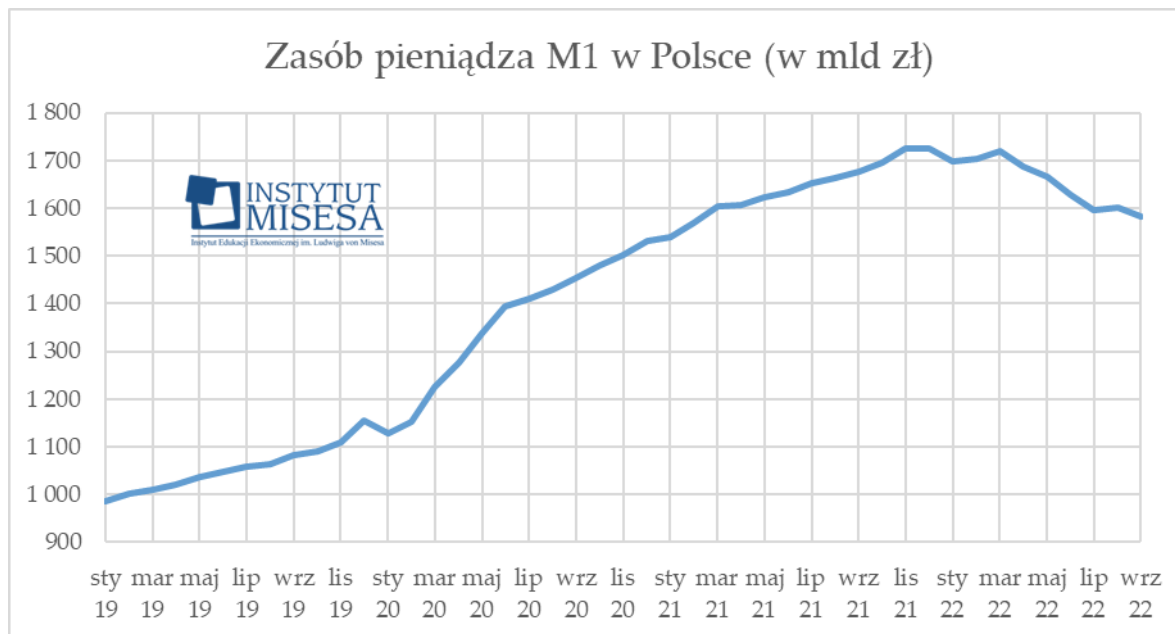
A, jak ilustruje to poniższy wykres, [według danych NBP](#), przyrosty podaży pieniądza w Polsce nie tylko wróciły do wartości przedpandemicznych, ale wręcz – w przypadku M1 – zaczęły od czerwca 2022 r. przyjmować wartości ujemne. Oznacza to, że podaż pieniądza mierzona agregatem M1 od kilku miesięcy zmniejsza się w porównaniu do wartości sprzed dwunastu miesięcy.

Rys. 6: Roczne procentowe przyrosty M1 (linia niebieska) oraz M3 (linia zielona) w Polsce w latach 2007-2022



Zresztą podaż pieniądza M1 zmniejsza się nie tylko w ujęciu rocznym, ale także miesięcznym. Jak obrazuje to poniższy wykres, zasób pieniądza M1 we wrześniu 2022 r. zmniejszył się o 8% w porównaniu do marca 2022.

Rys. 7: Zasób pieniądza M1 w Polsce w latach 2019-2022



Pojawia się zatem pytanie, czy dalsze podwyżki stóp procentowych są uzasadnione, biorąc pod uwagę dynamikę podaży pieniądza. Spadek podaży M1 może bowiem sygnalizować osłabienie aktywności gospodarczej. Aczkolwiek trzeba zauważyć, że częściowo wynika też z przesuwania przez klientów banków środków z rachunków bieżących na rachunki terminowe, które nie są zaliczane do agregatu M1.

4. Stopy procentowe mają znaczenie

Biorąc pod uwagę zwalniające tempo wzrostu podaży pieniądza oraz zwijającą się akcją kredytową, możemy ostatecznie spodziewać się spadku stopy inflacji za jakiś czas. Jednak dalsze podwyższanie stóp procentowych przez RPP mogłoby tutaj pomóc.

Stopy procentowe ostatecznie nie wpływają na gospodarkę wyłącznie poprzez koszt kredytu i podaż kredytu i pieniądza, ale także oddziałują na ceny aktywów, kurs walutowy oraz oczekiwania podmiotów rynkowych. Ekspansywna polityka fiskalna, brak dalszych podwyżek stóp procentowych oraz mało przejrzysta i mało jastrzębia komunikacja NBP w szczególności zwiększa ryzyko umacniania się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, które – działając obniżając na popyt na pieniądź – mogą utrudniać proces dezinflacji.

Według [prof. Tyrowicz](#), analitycy oczekują, że średnioroczna inflacja na najbliższe siedem lat wynosi około 5,5 proc., czyli nikt nie wierzy, że NBP uda się sprowadzić inflację do celu.

Warto zwrócić w tym kontekście uwagę na możliwość odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Jak sam NBP przyznał w najnowszej projekcji inflacji, wzrost oczekiwań inflacyjnych przekłada się na zwiększoną uporczywość inflacji. Innymi słowy, przy zakotwiczonych oczekiwaniach inflacyjnych oraz spójnej i odpowiednio agresywnej polityce komunikacyjnej (zamiast wskazywać na to, że NBP niewiele może zrobić albo że byłoby to zbyt kosztowne społecznie, polski bank centralny, na wzór amerykańskiego, mógłby podkreślać swoją determinację w walce z inflacją) dotychczasowa skala zacieśniania mogła by być wystarczająca, biorąc pod uwagę dezinflacyjne impulsy wysyłane przez podaż pieniądza i kredytu. Jednak przy takich a nie innych oczekiwaniach inflacyjnych oraz spadku wiarygodności NBP kontynuowanie podwyżek byłoby wskazane.

5. Podsumowanie

Zachowawcza postawa RPP wynika według oficjalnej narracji z obawy, że walka z inflacją spowoduje nadmierne zduszenie aktywności gospodarczej i wzrost bezrobocia. Oczywiście, bank centralny może przesadzić z zacieśnianiem polityki pieniężnej. Jednak warto pamiętać, że realne stopy procentowe wciąż są głęboko ujemne, nominalne PKB ciągle szybko rośnie, zaś „koszty” walki z inflacją mogą być obecnie niższe niż koszty bycia zbyt gołębim. Ostatecznie inflacja jest bardzo wysoka, zaś bezrobocie w Polsce jest historycznie niskie i trudno byłoby przypuszczać, aby np. dalszych kilka podwyżek o kilkadziesiąt punktów bazowych mogło w krótkim horyzoncie spowodować dwucyfrowe bezrobocie, którym się straszy opinię publiczną.

Rząd oraz NBP, nie chcąc przyznać się do wygenerowania prawie dwudziestoprocentowej inflacji, kreują alternatywę między inflacją a bezrobociem, sugerując, że zbyt „szokowa” walka z inflacją mogłaby właśnie wywołać masowe bezrobocie. Jednak jest to fałszywa alternatywa. Jeśli nie obniży się teraz inflacji, to może doprowadzić do jeszcze większych kosztów w przyszłości. Innymi słowy, próba stopniowego obniżania inflacji będzie ostatecznie bardziej kosztowna gospodarczo niż zdecydowane działania. Już wiele lat temu Hayek porównał inflację do tygrysa trzymanego za ogon. Im dłużej taka sytuacja trwa, tym bardziej wściekły staje się tygrys i tym bardziej perspektywa wypuszczenia go (czyli

zdławienia inflacji) staje się przerażająca. Ale odkładanie tego w czasie prowadzi jedynie do bardziej niebezpiecznej sytuacji w przyszłości.