



Gdańska
Akademia Bankowa

MAKROTRENDY

KWARTALNIK DLA RYNKU FINANSOWEGO
I UBEZPIECZENIOWEGO | NR 1/MARZEC 2022

Inflacja – najgorsze przed nami?



dr Bogusław Grabowski

członek
Rady Polityki Pieniężnej
w latach 1998–2004

- Gdzie leżą rzeczywiste przyczyny wysokiej inflacji?
- Czy grozi nam spirala cenowo-płacowa?
- Dlaczego banki centralne tak długo podtrzymywały narrację o przejściowym charakterze inflacji?
- Jak wyjść z obecnego kryzysu i dlaczego dla Polski będzie to wyjątkowo trudne?

„Rośnie inflacja, więc rosną ceny, rosną ceny, więc rośnie inflacja” – trudno nie odnieść wrażenia, że ostatnie miesiące upływają pod znakiem takiego właśnie – niesłusznie powielanego – błędnego koła. Jakie są natomiast prawdziwe przyczyny ogólnego wzrostu poziomu cen, który dotyka dziś zarówno polską, jak i globalną gospodarkę? Dlaczego banki centralne tak długo podtrzymywały narrację, że jego charakter jest jedynie przejściowy? W jaki sposób wyjść z obecnego kryzysu? Dlaczego w przypadku Polski może być to szczególnie trudne? Jak na tę sytuację wpłynie wojna w Ukrainie?

Rozmowę prowadzi Marcin Wandałowski – redaktor prowadzący „Makrotrendów”.

Poziom inflacji od kilku miesięcy dynamicznie wzrasta. Styczniowy odczyt wskaźnika CPI w Polsce zameldował się na najwyższym od ponad 21 lat poziomie. Z problemem inflacji zmagają się zresztą nie tylko Polska, lecz niemal cały świat. Gdzie leżą zasadnicze przyczyny ogólnego wzrostu cen? W jakim stopniu ich źródłem jest pandemia, a w jakim przyspieszyła ona jedynie procesy, które i tak by się wydarzyły?

Do rozrysowanego przez Pana obrazu dodałbym tylko, że inflacja konsumencka mierzona wskaźnikiem CPI to tylko część gospodarki. Po jej drugiej stronie zjawisko inflacyjne jest jeszcze większe, co najlepiej oddaje poziom cen produkcji przemysłowej PPI, który był w lutym o 15,9 proc. wyższy niż w analogicznym okresie roku 2021. W tym kontekście warto zauważyć, że jest to niejako wskaźnik wyprzedzający w stosunku do inflacji konsumenckiej, pokazujący kierunek zmian, jaki najprawdopodobniej będziemy obserwowali w kolejnych miesiącach.

Skupmy się jednak na przyczynach obecnego stanu rzeczy – gdzie ich szukać?

Fundamenty obserwowanych dziś w Polsce procesów inflacyjnych mają głównie charakter wewnętrzny, co *notabene* wyróżnia nas na tle większości pozostałych gospodarek na świecie. Przypomnijmy sobie, że w lutym 2020 r., czyli jeszcze zanim do Polski oraz – szerzej – Europy, na dobre zawitała pandemia, poziom inflacji w naszym kraju wynosił 4,7 proc.,

Redaktor naczelny: **Jan Maria Szomburg**, Dyrektor Gdańskiej Akademii Bankowej w IBnGR
Zastępca redaktora naczelnego: **Sławomir Dąbrowski**, Koordynator Rady SMRP w IBnGR
Redaktor prowadzący: **Marcin Wandałowski**, Koordynator badań SMRP w IBnGR
Sekretarz redakcji: **Martyna Kostyra**, Koordynator Biura GAB i SMRP

Wydawca:
Gdańska Akademia Bankowa
w Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową
ul. Do Studzienki 63
80-227 Gdańsk
biuro@gab.com.pl
www.gab.com.pl

ISSN 2720-605X

www.gab.com.pl

a trend wzrostowy obserwowaliśmy od jesieni 2019 r. Podkreślmy, że w tym samym okresie nie zanotowano żadnego nasilenia procesów inflacyjnych na rynkach walut rezerwowych – mam na myśli państwa strefy euro, Stany Zjednoczone, Wielką Brytanię oraz Japonię.

“ **Fundamenty obserwowanych dziś w Polsce procesów inflacyjnych mają głównie charakter wewnętrzny, co *notabene* wyróżnia nas na tle większości pozostałych gospodarek na świecie.**

Zauważmy też, że równoległe do wzrostu inflacji w Polsce, następowało u nas spowolnienie tempa rozwoju gospodarczego, które w I kwartale 2020 r. spadło z niewiele ponad 4 proc. do poniżej 3 proc. Na ścieżkę stagnacyjną zaczęliśmy zatem wchodzić jeszcze przed kryzysem pandemicznym.

Dlaczego tak się działo?

Dlatego, że cechą charakterystyczną polskiej gospodarki w latach poprzedzających nadejście pandemii, był wysoki – wynikający także z szybko rozwijającej się gospodarki światowej – wzrost gospodarczy, który był napędzany konsumpcją przy niskiej, malejącej stopie inwestycji. Po kilku latach spadków, w 2020 r. sięgnęła ona poziomu około 17 proc., co było najniższym udziałem inwestycji w PKB od początku lat 90. ub. wieku. Równocześnie doświadczyliśmy spadającej stopy oszczędności.

W sytuacji napędzającej się inflacji i hamującego tempa wzrostu, mieliśmy do czynienia z radykalnie ekspansywną polityką fiskalną. Z kolei polityka pieniężna prowadzona przez bank centralny – niemal od początku ostatniej kadencji Rady Polityki Pieniężnej – miała za zadanie akomodowanie polityki rządu (zmierzającej do przyspieszenia wzrostu gospodarczego za pomocą stymulowania konsumpcji, także transferami budżetowymi) poprzez odpowiedni wzrost ilości pieniądza w gospodarce.

W ostatnich dwóch latach przed pandemią deficyt sektora finansów publicznych znajdował się na jednym z najwyższych w skali Unii Europejskiej poziomów. Ponad połowa państw Unii realizowała przed kryzysem nadwyżkę w finansach publicznych. Jedynie kilka krajów – w tym również Polska – odnotowało w tym czasie deficyty strukturalne.

Wkraczaliśmy zatem w okres pandemii z ekspansywną, nastawioną na pobudzenie konsumpcji polityką fiskalną, która była akomodowana przez bardzo luźną politykę pieniężną, czego efektem stały się *de facto* ujemne realne stopy procentowe. I wtedy nadszedł kryzys – co wówczas tak właściwie się wydarzyło?

Przede wszystkim mieliśmy do czynienia z gwałtownym spadkiem aktywności gospodarczej, z powodu tzw. lockdownów oraz wszelkiego typu obostrzeń. Zostały one, w dodatku, wzmocnione desynchronizacją pandemii w skali globalnej – rozkład czasowy fal pandemicznych był inny w Azji, w szczególności w Chinach, a inny w Europie czy Stanach Zjednoczonych. Inne były też reakcje na owe fale – w Państwie Środka podejście było niezwykle ostre. Dodatkowo wyniki testów kilku pracowników przekładały się np. na czasowe zamknięcie całych portów morskich, z których w świat miały wypłynąć różnego typu komponenty do produkcji czy też gotowe wyroby. Na Zachodzie obostrzenia miały znacznie luźniejszy charakter.

Owa desynchronizacja rozkładu fal pandemicznych, ale też desynchronizacja reakcji na te fale, doprowadziła do zerwania łańcuchów dostaw, co dodatkowo ograniczało podaż dóbr i usług. Jednym razem statek nie mógł wypłynąć z Chin, gdyż port był zamknięty z powodu lockdownu, a innym razem – kiedy już mógł – nie miał możliwości przyplłynięcia do Europy, bo akurat niektóre państwa na Starym Kontynencie wprowadziły swoje lockdowny.

Jakie były tego efekty?

Doprowadziło to do spadku aktywności gospodarczej, a więc krótkofalowo – także w Polsce – do spadku inflacji. Reakcja polityki fiskalnej została natomiast zogniskowana na niedopuszczeniu do tego, by w nadchodzących miesiącach ograniczona aktywność gospodarcza przerodziła się w spiralę deflacyjno-recesyjną. Stąd też zdecydowano o wprowadzeniu ogromnych transferów do pozamykanych przedsiębiorstw i niepracujących ludzi. Można niejako powiedzieć, że spadek poziomu PKB w okresie pandemicznym – mam na myśli głównie 2020 r. – został zasypany górą pieniędzy z budżetu.

Z kolei polityka pieniężna – wobec niebotycznych transferów, deficytów i wzrostu długu publicznego – była bardzo akomodacyjna. Nie tylko zresztą w Polsce – również w większości innych państw: w strefie euro czy w USA. Zwiększyła ona lub, jak w naszym kraju, rozpoczęła tzw. luzowanie ilościowe, czyli skup obligacji skarbowych na rynku wtórnym. Emisja pieniądza eksplodowała. Dochody niedziałających przedsiębiorstw i niepracujących pracowników – które w „normalnej” sytuacji wygenerowane zostałyby w procesie tworzenia PKB – zostały zastąpione transferami z budżetu, pod nazwami kolejnych tarcz covidowych i sfinansowane emisją dodatkowego pieniądza. Tak było w większości państw Zachodu.

“ **Dochody niedziałających przedsiębiorstw i niepracujących pracowników – które w „normalnej” sytuacji wygenerowane zostałyby w procesie tworzenia PKB – zostały zastąpione transferami z budżetu, pod nazwami kolejnych tarcz covidowych i sfinansowane emisją dodatkowego pieniądza.** ”

Czy Polska na ich tle w jakiś sposób się wyróżniała?

To, co odróżniało nasz kraj od pozostałych to to, że w tym czasie – choć już wcześniej spotykaliśmy się z taką praktyką – obraz finansów publicznych był zasłaniany przez przenoszenie części wydatków budżetowych poza budżet państwa, poza kontrolę parlamentarną, do różnego typu podmiotów, jak np. Funduszu Solidarnościowego, Polskiego Funduszu Rozwoju czy Banku Gospodarstwa Krajowego. Działania te uniemożliwiały przejrzyste analizowanie bieżącej sytuacji budżetowej. Obraz finansów publicznych został zupełnie zaciemniony. Mieliśmy zatem do czynienia nie tylko ze wzrostem deficytu i długu, ale też z radykalnym odejściem od przejrzystości finansów publicznych. Tego w innych krajach nie było.

Drugim wyróżnikiem było to, że polskie luzowanie fiskalne oraz luzowanie monetarne było, w relacji do spadku aktywności gospodarczej, o wiele większe, niż np. w krajach Unii Monetarniej czy USA. Spadek aktywności gospodarczej był w naszym kraju znacznie mniejszy niż w większości innych gospodarek, w głównej mierze dzięki większemu udziałowi sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w strukturze tworzenia PKB oraz w poziomie zatrudnienia. Swoją rolę odegrał też relatywnie niski udział najbardziej wrażliwych na pandemię sektorów gospodarki, takich jak: turystyka, wypoczynek, rozrywka. Spadek aktywności gospodarczej był u nas mniejszy, za to skala pomocy budżetowej, pokrytej dodatkową emisją pieniądza była, w relacji do tego, większa.

“ **Spadek aktywności gospodarczej był u nas mniejszy, za to skala pomocy budżetowej, pokrytej dodatkową emisją pieniądza była, w relacji do tego, większa.**

Zatrzymajmy się przez chwilę na kwestii luzowania ilościowego. Jakie jeszcze skutki – oprócz gwałtownego wzrostu podaży pieniądza – ono przyniosło?

Podaż pieniądza od kwietnia 2020 r. do końca I kwartału 2021 r., wskutek wzrostu bazy monetarnej – czyli pieniądza rezerwowego – wzrosła mniej więcej o $\frac{1}{4}$, mimo że nominalny PKB nie zwiększył się. Wzrost podaży pieniądza był zatem zupełnie niekompatybilny z tym, co działo się w sektorze realnej gospodarki. Doprowadziło to nie tylko do akomodacji monetarnej potężnego luzowania fiskalnego, lecz również do akomodacji monetarnej ewentualnych przyszłych szoków popytowych i podażowych. A bez wzrostu podaży pieniądza w stosunku do popytu na ten pieniądz, żaden szok popytowy czy podażowy nie może wywołać presji inflacyjnej trwającej dłużej niż 2-3 kwartały.

Tu dochodzimy chyba do kwestii zrozumienia, czym w ogóle jest inflacja...

Inflacja to wzrost ogólnego poziomu cen. Nie rośnie on wskutek tego, że rosną ceny poszczególnych towarów i usług, nawet jeśli podnoszą się one radykalnie. Wbrew wielu pojawiającym

się obecnie opiniom, poziom inflacji nie zależy więc od tego, czy rosną ceny gazu, energii czy przewozu kontenerów z Chin do Europy. Inflacja zależy od relacji popytu na pieniądź do podaży pieniądza. Jeśli podaż rośnie o wiele szybciej od popytu, to mamy wzrost inflacji.

Zobrazuję to mikroekonomicznym przykładem: ktoś otrzymuje co miesiąc 3000 zł wypłaty „na rękę”. Nagle wzrasta cena wywozu śmieci, przez co zamiast wydawać na ten cel 100 zł miesięcznie, wydaje on 300 zł. Oznacza to, że ma w swoim budżecie domowym 200 zł mniej. I o tyle mniej – o ile nie zwiększy mu się wynagrodzenie – będzie mógł wydać na inne towary i usługi. Jeśli podobna sytuacja dotknie większą liczbę osób – w efekcie spada popyt na te towary i usługi, a w konsekwencji: zmniejsza się ich cena. Tym samym wzrost ceny pojedynczego, czy też kilku pojedynczych, składników ogólnego koszyka inflacyjnego, jest kompensowany spadkiem poziomu cen innych elementów tego koszyka. Nie dojdzie jednak do spadku popytu na pozostałe dobra i usługi, jeśli ludzie będą mieli akomodowane dochody i wzrosną im one np. z 3000 do 3200 zł. Na tym właśnie polega akomodacyjna rola polityki pieniężnej.

W skali makro w dużym przybliżeniu możemy powiedzieć, że dochód narodowy to suma zysków przedsiębiorstw i płac pracowników. Jeśli nie zostały one wygenerowane w ramach tworzenia PKB – czyli w procesach produkcji czy świadczenia usług – a firmy i ludzie i tak dostali te środki, tyle że za sprawą pieniędzy wydrukowanych przez bank centralny, to jest to doskonały przykład zasypywania podażą pieniądza niewytworzonej części dochodów. Naturalną konsekwencją takiego stanu rzeczy jest inflacja.

Bez akomodacji monetarnej nie byłoby tak wysokiej inflacji, lecz z drugiej strony – nawarstwiłyby się innego typu problemy...

Oczywiście – brak transferów budżetowych oraz ekspansywnej polityki pieniężnej przełożyłoby się na gwałtowny spadek dochodów przedsiębiorców i pracowników, na wiele bankructw oraz nagły wzrost bezrobocia.

Polska – podobnie jak większość innych państw – przyjęła strategię, której krótkofalowe skutki były pozytywne, lecz w dłuższej perspektywie zaczęły się coraz bardziej uwidaczniać te negatywne.

Po zakończeniu tzw. lockdownów, gdy obostrzeń pandemicznych było już zdecydowanie mniej, w II kwartale 2021 r. mieliśmy do czynienia z wybuchem popytu na towary i usługi do poziomu *de facto* sprzed pandemii. Był on w dodatku wzmocniony za sprawą przekazywanych w poprzednich miesiącach transferów budżetowych. Popyt czekał zatem na swoje zaspokojenie, lecz z drugiej strony – niemożliwym było, by doszło nagle do elastycznego zwiększenia podaży. Szczególnie mając na uwadze to, że w okresie pandemii wiele przedsiębiorstw wstrzymało lub ograniczyło swoją produkcję. Wywołało to presję inflacyjną, a następnie wzrost inflacji – i to w skali globalnej.

Sytuacji na pewno nie ułatwiły też problemy na rynku paliw i energii.

Jeśli chodzi o sektor paliw kopalnych oraz energetykę opartą na tych paliwach, to w tych sektorach procesy inwestycyjne były w Europie wstrzymywane już od kilku lat, za sprawą unijnej polityki klimatycznej, bez względu na pandemię. Do gwałtownego, popandemicznego skoku popytu w odbudowujących się gospodarkach, doszedł więc przekształcający się rynek energii, skutkujący nierozbudowywaniem produkcji opartej o energię węglową. Mieliśmy więc – szczególnie w Polsce – do czynienia z dużą rozbieżnością pomiędzy gwałtownie rosnącym popytem, a brakiem zwiększenia podaży na rynku paliw i energii.

Jeżeli założyć, że Omikron jest początkiem końca pandemii, to czy widzi Pan szansę na to, by sytuacja na rynku, skutkująca m.in. wysokim poziomem inflacji, zaczęła wracać do normalności?

Jeśli – w skali globalnej – polityka pieniężna zacznie być bardziej restrykcyjna, tak by za jej sprawą wycofywana była skala impulsu monetarnego, który „rozkręcił się” w czasie pandemii, to czynniki przekładające się na presję inflacyjną powinny zanikać. W parze z nią powinna iść bardziej restrykcyjna polityka fiskalna. Jeżeli natomiast ich reakcje będą za słabe i za późne, może nakręcić się spirala cenowo-płacowa, co wprawi nas w kolejne problemy.

“ **Jeśli – w skali globalnej – polityka pieniężna oraz fiskalna zaczną być bardziej restrykcyjne, to czynniki przekładające się na presję inflacyjną powinny zanikać. Jeśli nie, to może nas czekać spirala cenowo-płacowa.**

Mechanizm tworzenia się spirali cenowo-płacowej jest prosty: wzrasta inflacja, rosną więc żądania dotyczące podwyżek płac. Im lepsza dla pracowników sytuacja na rynku pracy (niższy poziom bezrobocia), tym łatwiej o zmaterializowanie podwyżek płac, a więc i kosztów pracy. A przy akomodacji monetarnej tego procesu, przedsiębiorcy nie mają problemu z ich przerzucaniem na ceny swoich produktów. I tak to się kręci.

W jakiej sytuacji znajduje się w tym kontekście Polska?

Uważam, że polska gospodarka jest obecnie w nieporównywalnie gorszej sytuacji niż przeciętna gospodarka w Europie Zachodniej czy USA. W odniesieniu do nich – jak już wspominałem: inny jest nasz punkt startu przed pandemią, a także znacznie silniejsze, w stosunku do spadku aktywności gospodarczej, reakcje polityki fiskalnej i monetarnej. W porównaniu do wspomnianych państw mamy też na rynku pracy sytuację znacznie bardziej sprzyjającą rozwinięciu się spirali cenowo-płacowej.

Z czego ona wynika?

Przede wszystkim z bardzo silnego czynnika demograficznego ograniczającego podaż na tym rynku – nasze społeczeństwo jest jednym z najszybciej starzejących się. Za około 20 lat będziemy demograficznie jeszcze starsi od – uznawanych za starych – Niemców. Sytuacja ta powoduje spadek podaży na rynku pracy. Wszystko zaczęło się 4-5 lat temu – od tego czasu więcej osób odchodzi w Polsce na emeryturę niż wchodzi na rynek pracy. Za 10 lat będzie z niego odchodziło rocznie 200 tys. osób więcej, niż na niego wchodziło. Proces ten może złagodzić jedynie wzrost migracji.

Dochodzą do tego inne przyczyny, takie jak chociażby uruchomione w ostatnich latach czynniki strukturalne przekładające się na osłabienie aktywności gospodarczej. Obniżenie wieku emerytalnego oraz różnego typu programy socjalne, jak np. 500+ zdezaktywizowało zawodowo wiele osób, przede wszystkim kobiet.

I znowu: taka sytuacja powoduje, że łatwiej jest o rozkręcenie spirali cenowo-płacowej – jej zasadniczym źródłem są, jak wspominałem, gwałtownie rosnące oczekiwania inflacyjne. Te z kolei rosną szybciej, jeśli szybciej rośnie inflacja. Gdy wynosi ona 4 proc., łatwo jest wytłumaczyć ludziom, że to tylko przejściowa sytuacja. Gdy natomiast zbliża się do 10 proc., zdecydowanie łatwiej o zwiększenie oczekiwań inflacyjnych, które przekładają się na wzrost żądań płacowych.

Dlaczego zatem tak długo słyszeliśmy o tym, że inflacja, z jaką dziś się zmagamy, i która wędruje na najwyższe od dekad poziomy, jest tylko przejściowa?

Mam wrażenie, że ekonomiści i analitycy trochę zapomnieli, czym jest inflacja i skąd się ona bierze. Większość z nich skupiała się na czynnikach podażowych i wzrostach cen poszczególnych towarów. Nie słyszałem jednak, żeby ktoś mówił o podaży i popycie na pieniądź. W efekcie retoryka prawie wszystkich banków centralnych – nie tylko NBP, ale też FED-u czy Europejskiego Banku Centralnego – faktycznie była taka, że inflacja jest przejściowa. Chcąc lepiej zrozumieć sytuację, warto cofnąć się do historii.

Dawniej polityka pieniężna banków centralnych, zmierzająca do dania gospodarce stabilnej wartości pieniądza, była skupiona na tzw. kotwicy nominalnej. Ową kotwicą, przed erą strategii Bezpośredniego Celu Inflacyjnego, było kontrolowanie agregatów monetarnych, czyli podaży pieniądza – bank wybierał sobie, czy będzie to np. M2 czy M3. Z kolei dla małych, otwartych gospodarek kotwicą nominalną był sztywny kurs walutowy.

Te dwie kotwice było coraz trudniej utrzymać. Kontrola agregatów monetarnych była bardzo trudna, gdy na rynki finansowe napływały innowacje, jak np. czeki płatnicze, karty kredytowe, rachunki oszczędnościowe – granice pomiędzy poszczególnymi agregatami zaczęły się zacierać. Dlatego też banki centralne zaczęły odchodzić od polityki pieniężnej opartej na kontroli agregatów monetarnych do Bezpośredniego Celu Inflacyjnego. Pierwszy był bank Nowej Zelandii, a w ślad za nim poszły Wielka Brytania, Kanada, a później wiele kolejnych państw.

W strategii Bezpośredniego Celu Inflacyjnego kotwicą dla polityki pieniężnej jest właśnie ów cel.

Zgadza się, i tak też np. Unia Monetarna czy Wielka Brytania mają cel inflacyjny w wysokości 2 proc., a Polska – 2,5 proc. Do realizacji celu banki centralne od początku miały jedno narzędzie – stopę procentową, której poziom jest tak kształtowany przez operacje otwartego rynku, by utrzymać inflację na założonym poziomie. Jedynym wyjątkiem jest amerykański FED, który w swoim statucie ma dwa cele: inflacyjny oraz związany ze stabilizacją aktywności gospodarczej, czyli przeciwdziałaniem nadmiernemu bezrobociu. W innych bankach nie ma tego mandatu – skupiają się one wyłącznie na stabilizacji cen.

Jak to ma się jednak do Pańskich słów o braku zrozumienia źródeł inflacji?

Od momentu wprowadzenia strategii Bezpośredniego Celu Inflacyjnego, banki centralne zaczęły wydawać raporty i sprawozdania inflacyjne, w których zawarte były m.in. prognozy nominalnego PKB i popytu na pieniądź oraz estymacje dotyczące podaży pieniądza. Z czasem jednak członkowie ciał kolegialnych banków oraz odbiorcy polityki pieniężnej zaczęli się koncentrować na skuteczności realizacji kotwicy nominalnej w postaci celu inflacyjnego oraz na kształtowaniu instrumentu do jego osiągnięcia, czyli stopy procentowej. Banki centralne przestały więc nawet przygotowywać swoje prognozy dotyczące popytu na pieniądź – temat ten przestał już interesować odbiorców polityki pieniężnej. W efekcie, w ciągu kilkudziesięciu lat, wiedza o tym, że na poziom inflacji wpływa różnica między podażą a popytem na pieniądź zaczęła w świadomości odbiorców polityki pieniężnej zanikać.

“ **W ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat wiedza o tym, że na poziom inflacji wpływa różnica między podażą a popytem na pieniądź zaczęła w świadomości odbiorców polityki pieniężnej zanikać.**

Szczególnie, że *de facto*, od ponad 30 lat na świecie, a od 20 lat w Polsce, nie było – za drobnymi wyjątkami – inflacji. Przeszło to niestety do edukacji – skoro jakieś zjawisko jest teoretyczne, bo go nie widać, to nie trzeba mu poświęcać zbyt dużo uwagi. Z inflacją było w ostatnich latach trochę jak z odrą w medycynie – po co się o niej uczyć, skoro prawie nikt od 40 lat nie widział jej na oczy?

Z czego wynika fakt, że w ostatnich kilkudziesięciu latach nie słyszeliśmy o inflacji?

Inflacja ostatni raz na świecie była gigantycznym problemem w latach 70. – w USA i Europie jej poziom był dwucyfrowy, podobnie zresztą jak stóp procentowych. Sytuacja ta została zatrzymana przez ówczesnego szefa FED, Paula Volckera, który bardzo restrykcyjną polityką monetarną wyprowadził USA z okresu wysokiej inflacji. Później zaczął się czas niskiej inflacji i przejścia do Bezpośredniego Celu Inflacyjnego.

Utrzymywaniu ograniczonego poziomu inflacji sprzyjały innowacje oraz ich dopływ do gospodarek – mam na myśli rewolucję mikroprocesorową, a następnie teleinformatyczną. Tego typu nieprzewidywalne fale napływu innowacji – które nie zdarzają się generalnie często i różne jest ich nasilenie – powodują, że wydajność pracy rośnie szybciej od poziomu płac. Można więc sobie pozwolić na dużą dynamikę wzrostu wynagrodzeń bez skutków inflacyjnych. W efekcie w gospodarce światowej nie było inflacji i wszyscy się od niej odzwyczaili.

“ **Nieprzewidywalne fale napływu innowacji do gospodarek powodują, że wydajność pracy rośnie szybciej od poziomu płac. Można więc sobie pozwolić na dużą dynamikę wzrostu wynagrodzeń bez skutków inflacyjnych.**

Mimo to trudno mi jednak zrozumieć, dlaczego w ostatnich miesiącach banki centralne tak długo wzbierały się przed interpretacją czynników inflacyjnych, twierdząc, że inflacja ma charakter przejściowy i sama z siebie niebawem spadnie...

Myślę, że odpowiedzią na to pytanie może być coraz większe w ostatnich latach „upolitycznienie” banków centralnych – od EBC zaczynając. Nie mam tu na myśli wpływu polityków, władzy wykonawczej, na politykę banku centralnego, lecz szersze uwzględnianie czynników społecznych i politycznych w podejmowaniu decyzji o wysokości stóp procentowych.

Dlaczego jako pierwszy wskazał Pan przykład EBC?

W tym banku decyzje podejmują osoby z różnych państw strefy euro. A przecież trudno porównać sytuację gospodarczą np. Niemiec i Grecji. Południe Europy się dezindustrializuje, a północ – industrializuje. Inny jest udział przemysłu w PKB u naszych zachodnich sąsiadów, a inny w Grecji. Siłą rzeczy inne są też więc osobiste percepcje i doświadczenia osób, które przyjeżdżają do EBC ze swoich państw. Podczas głosowań biorą oni pod uwagę inne czynniki społeczno-polityczne.

Wszyscy mają świadomość wagi tych decyzji – tego, że za ich sprawą, np. poprzez silne ograniczenie aktywności gospodarczej i wzrost bezrobocia, może do powstania różnej maści populizmów, nacjonalizmów. Co z tego – może myśleć sobie decydent – że doprowadzę do spadku inflacji, skoro w konsekwencji do władzy dojdzie ktoś, kto w dłuższej perspektywie napędzi ją do znacznie większych rozmiarów? Byłoby to wylanie dziecka z kąpielą. Stąd – często – wydłuża się czas reakcji na presję inflacyjną i czas, w jakim inflacja powinna spaść do zakładanego poziomu.

Czy podobny był tok myślowy decydentów np. w latach 70.?

Pod tym względem polityka pieniężna prowadzona w ostatnich latach i obecnie jest zupełnie inna od tej sprzed 30, 40 czy 50 lat. Inne jest środowisko społeczno-polityczne i makroekonomiczne, inne jest otoczenie w zakresie oczekiwań inflacyjnych czy w zakresie innowacji. Inne są też wreszcie oczekiwania od rozwoju nauk ekonomicznych. Gdyby spojrzeć na ilość publikacji na temat inflacji, na Nagrody Nobla z ekonomii za prace na ten temat, to mamy dziś zupełnie inny świat niż w czasach Milтона Friedmana, Roberta Lucasa czy Roberta Barro.

To znaczy?

Kilkadziesiąt lat temu Milton Friedman, Robert Barro czy Robert Lucas wnieśli ogromny wkład w teorię rynku pieniężnego i inflacji. Pierwszy z nich – walcząc z myślą keynesistowską – wprowadził do rozważań makroekonomicznych pojęcie oczekiwań inflacyjnych (adaptacyjnych). Dwóch kolejnych było twórcami teorii racjonalnych oczekiwań. Gdy się na to popatrzy i porówna z dorobkiem obecnego tzw. mainstreamu, to była to zupełnie inna jakość z punktu widzenia badań nad zjawiskiem inflacji.

Dziś badania w ekonomii koncentrują się nad problemami bardziej pragmatycznymi: dotyczą np. usztywnienia płac na lokalnym rynku pracy czy wpływu transferów socjalnych na poziom bezrobocia – za to obecnie otrzymuje się Nagrodę Nobla. Ekonomia jest współcześnie w zupełnie innym miejscu, skupia się na zupełnie innych problemach, niż inflacja. Nie mam jednak wątpliwości, że wchodząc w erę wysokiej inflacji, zaczniemy powracać do dyskusji o jej przyczynach oraz sposobach jej zwalczania.

Wróćmy jednak do czasów współczesnych i Polski. W 2021 r. mieliśmy do czynienia z gwałtownym wzrostem nominalnego PKB, skutkującym ogromnym wzrostem wpływów budżetowych, m.in. z VAT-u czy akcyzy, ale także – za sprawą dynamicznie rosnących wynagrodzeń – z PIT-u. Co powinniśmy z tym zrobić?

Znaczną część tych nadwyżkowych, inflacyjnych dochodów budżetowych powinno się przeznaczyć na obniżenie deficytu finansów publicznych, a już na pewno nie przekuwać w wydatki podtrzymujące popyt. Kierowanie tych środków na dodatkowe programy społeczne, które mają chronić przed inflacją, czy też obniżanie podatków w ramach tzw. tarcz antyinflacyjnych, które mają zmniejszyć dynamikę wzrostu poszczególnych cen, wiążą się przecież finalnie ze zwiększeniem popytu w gospodarce. Tego typu działania jeszcze bardziej zwiększają dysonans między polityką fiskalną a polityką pieniężną. Ta druga oddziałuje przecież – poprzez wzrost stóp procentowych – na hamowanie popytu na kredyt netto (różnicę pomiędzy wzrostem wartości kredytów a wzrostem depozytów bankowych). Jeżeli równolegle polityka fiskalna będzie ekspansywna, to niezbędna skala zaostżenia polityki monetarnej będzie jeszcze większa, a więc i większe będą koszty gospodarcze i społeczne walki z inflacją.

Nie mam wątpliwości, że najlepszą receptą na wyjście z obecnej sytuacji jest przywrócenie odpowiedniego „mixu” polityki makroekonomicznej, czyli zaostrenie zarówno polityki pieniężnej, jak również fiskalnej, zsynchronizowanie ich ze sobą. Nie mamy jednak wątpliwości – nie będzie to łatwy proces. Inflacja niesie dla gospodarki ogromne koszty: dla konsumentów, dla oszczędzających, dla podmiotów gospodarczych. Ale proces dezinflacji, czyli jej obniżania, generuje jeszcze większe. Najgorsze dopiero przed nami.

“ **Inflacja niesie dla gospodarki ogromne koszty: dla konsumentów, dla oszczędzających, dla podmiotów gospodarczych. Ale proces dezinflacji, czyli jej obniżania, generuje jeszcze większe. Najgorsze dopiero przed nami.**

Co więcej, jesteśmy dziś świadkami wojny na Ukrainie. Sytuacja jest tak dynamiczna i nieobliczalna, że trudno obecnie ferować wyroki na temat potencjalnych scenariuszy. Ciekawi mnie natomiast, jak – mając na uwadze również doświadczenia historyczne – poziom inflacji kształtuje się w obliczu konfliktów zbrojnych?

Trudno tak naprawdę powoływać się na jakiegokolwiek doświadczenia, dlatego że mamy dziś do czynienia z największym konfliktem militarnym od czasu II wojny światowej. Nie było drugiego takiego, który z taką intensywnością wpływałby na procesy gospodarcze nie tylko w Europie, ale i na świecie. Wszystkie inne konfrontacje, które miały miejsce na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat, odbywały się na mniejszą skalę. Znacznie niższy był też ich wpływ na gospodarki państw ościennych, które w tych wojnach nie brały udziału.

Teraz mamy do czynienia z Rosją i Ukrainą. Pierwsza – objęta bezprecedensowymi sankcjami narzuconymi przez Zachód – jest ogromnym producentem paliw kopalnych, jak również niektórych metali rzadkich, takich jak nikiel czy pallad. Obydwa te państwa są także jednymi z największych na świecie eksporterów surowców rolnych: zbóż, pszenicy, kukurydzy i olejów roślinnych. Ukraina już podjęła decyzję, że nawet jeśli uda jej się w tym roku wyprodukować zboże – a o zasiew i zbiór produktów rolnych na terenach objętych działaniami zbrojnymi przecież trudno – to niektórych z nich nie będzie eksportować. W pierwszej kolejności będzie bowiem musiała przecież zadbać o „wyżywienie” własnych obywateli.

W efekcie – sam konflikt, jak również związane z nim sankcje spowodują bardzo silny szok podażowy, przede wszystkim w zakresie wspomnianych surowców. Przełoży się on na poziom cen. W skali Polski – jak również wielu innych państw na świecie, przede wszystkim tych, uzależnionych od rosyjskiej ropy naftowej oraz gazu, a także od zbóż z Ukrainy i Rosji – będzie zatem narastać presja inflacyjna. W tym kontekście jedyną dobrą wiadomością jest to, że nasza gospodarka w obszarze surowców rolnych jest samowystarczalna.

Mechanizm powstawania presji inflacyjnej związanej z wojną będzie podobny do presji wynikającej z szoku covidowego?

Ten ostatni miał trochę inny charakter, niemniej z punktu widzenia rozpatrywania procesów inflacyjnych mówimy o tym samym. Niestety, wszystko wskazuje na to, że skutki obydwu wstrząsów nałożą się na siebie, podwajając niejako swoją siłę.

O rozmówcy



dr
BOGUSŁAW GRABOWSKI

Członek Rady Polityki Pieniężnej w latach 1998-2004

Dr **Bogusław Grabowski** – członek Rady Polityki Pieniężnej w latach 1998-2004. Absolwent Uniwersytetu Łódzkiego, ukończył studia w zakresie ekonometrii i statystyki. Od 1985 r. pracownik Uniwersytetu Łódzkiego. Ukończył także – w roku 1991 r. – studia ekonomiczne na Uniwersytecie Windsor w Ontario w Kanadzie. W 1993 r. uzyskał tytuł doktora nauk ekonomicznych. W latach 1988-1989 odbył staże naukowo-badawcze w Departamencie Analiz i Prognoz Ekonomicznych NBP oraz na Uniwersytecie Sussex w Wielkiej Brytanii. Był Wicewojewoda Łódzki. Był prezes Zarządu Petrobank S.A. oraz PTE Skarbiec-Emerytura, a później SAMH S.A. W pracy naukowej specjalizuje się w dziedzinie teorii makroekonomii, polityki pieniężnej i bilansu płatniczego.

Pokazujemy rzeczywiste koszty depozytów!

SMRP

System
Monitoringu
Rynku
Pieniężnego

www.smrp.ibnigr.pl



Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
think tank obywatelski



www.kongresobywatelski.pl

CZYTAJ SŁUCHAJ OGLĄDAJ DOŁĄCZ