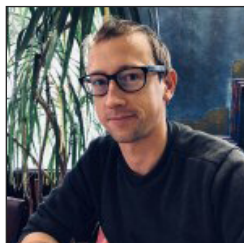


## Dziesięć faktów i mitów o polskiej inflacji



### WOJCIECH PACZOS

Makroekonomista, Associate Professor w Cardiff University, adiunkt w Instytucie Nauk Ekonomicznych PAN. Ukończył doktorat w European University Institute we Florencji, absolwent SGH. Wykłada bankowość i metody numeryczne.

### **Wojna w Ukrainie? Jeszcze nie. Wysokie ceny ropy i gazu? Także nie. Kluczowe przyczyny polskiej inflacji to między innymi wadliwe komunikaty NBP i wytworzona pętla oczekiwań**

W debacie publicznej ekonomiści i komentatorzy w różny sposób identyfikują przyczyny obecnej, wysokiej inflacji w Polsce. Te różnice są ważne – kuracja będzie skuteczna, tylko jeśli uderzy we właściwe przyczyny. Jednocześnie brakuje debaty o tym, w jakim stopniu różne teorie inflacji mogą ze sobą współwystępować, a jak dalece się wykluczają. Postaram się uporządkować tę debatę na podstawie kluczowej obserwacji, której według mnie najbardziej w niej brakuje: zmiana cen w gospodarce nie zawsze musi oznaczać inflację.

Zmiana cen relatywnych to co innego niż inflacja. Ta pierwsza występuje wtedy, gdy niektóre towary drożeją (bądź tanieją) wobec innych. Istotnie, dzieje się to praktycznie każdego dnia i może występować na skutek wielu różnych przyczyn: zmian w dostępności, kosztach, technologii, gustach czy nawet pór roku i pogody. Inflacja to tymczasem wzrost poziomu cen w gospodarce. W teorii zmiana cen relatywnych nie musi prowadzić do inflacji. Gdy jedne towary drożeją wobec innych, zmieniają

się plany wydatkowe i zakupowe firm oraz konsumentów – następuje ograniczenie wydatków i przekierowanie od towarów droższych do tańszych. Choć zmieniają się ceny relatywne, to poziom cen nie wzrasta (ani nie spada). I odwrotnie – gdy wszystkie towary i usługi drożeją w równym tempie, możemy mieć do czynienia z inflacją bez zmiany cen relatywnych.

W praktyce jednak obydwa zjawiska współwystępują. Zmiana cen relatywnych – na przykład wzrost cen energii – może za sobą w jakimś stopniu pociągnąć wzrost cen innych towarów i usług, które w procesie produkcji korzystają z niej w dużym stopniu. Mówimy wtedy o „inflacji kosztowej” (lub „podażowej”). Najważniejsze jest to, że to tylko pojedyncza zmiana. Wywołany w ten sposób impuls inflacyjny sam wygasa zaraz po tym, jak ceny dostosują się do nowych kosztów. Dlatego wedle podręcznika polityki monetarnej, bank centralny nie powinien zwalczać takiej inflacji. Poza tym generuje ona dla banku centralnego trudny dylemat:

próba stabilizacji cen prowadziłyby do obniżenia aktywności gospodarczej i odwrotnie – stabilizacja aktywności gospodarczej do wzrostu cen.

Z drugiej strony z inflacją „popytową” mamy do czynienia, gdy zagregowany popyt w gospodarce rośnie szybciej niż zagregowana podaż. W takiej sytuacji, wedle podręcznika, bank centralny powinien reagować – na przykład podwyżką stóp procentowych. Taka polityka jest ze wszech miar optymalna – pozwala jednocześnie stabilizować ceny i cykl koniunkturalny.

**Obecnie „rekordowo wysokie” ceny ropy są wciąż... niewysokie. W ujęciu realnym w latach 2011-15 były one o około 20% wyższe, a w 2007 r. – aż o 60% wyższe niż dziś**

Możliwa jest jeszcze trzecia sytuacja. Gdy inflacja rośnie z miesiąca na miesiąc, firmy i konsumenci stają przed wieloma trudnymi wyborami. Firmy zmieniają ceny i płace, starając się przewidzieć, jak w kolejnych miesiącach będą kształtować się koszty i popyt konsumencki, a konsumenci zmieniają swoje plany zakupowe, rozważając, które towary w najbliższym czasie zdrożeją bardziej, a które mniej. Wszyscy w swoich przewidywaniach popełniają jakieś błędy. Inflacja pokazuje swoje dwie najgorsze cechy. Po pierwsze, sama się utrwała – oczekiwanie wzrostu cen za miesiąc prowadzi do wzrostu cen już dziś. Po drugie, na skutek inflacji

zmieniają się ceny relatywne – nie według logiki rynkowej, tylko według sumy przypadków i błędnych przewidywań. Taką sytuację nazywamy „pętlą oczekiwań inflacyjnych”. Rolą banku centralnego jest nigdy, przenigdy nie doprowadzić do takiej sytuacji. Uważam, że mamy z nią do czynienia dzisiaj w Polsce.

Wyposażeni w ten zestaw pojęć i mechanizmów, spróbujmy przeanalizować krok po kroku, jak kształtują się przyczyny obecnej, wysokiej inflacji w Polsce.

## 1. Wojna w Ukrainie? Jeszcze nie

Rząd Mateusza Morawieckiego winę za obecną inflację próbuje czasami zrzucić na wojnę w Ukrainie – w wyniku ataku Rosji na Ukrainę rosną ceny energii i żywności. W tym celu ukuł nawet specjalne określenie „putinlacja”, które jednak zupełnie się nie przyjęło. I słusznie. Są bowiem aż trzy problemy z takim postawieniem sprawy. Po pierwsze, jest ono ahistoryczne: wojna w Ukrainie rozpoczęła się w lutym 2022, a inflacja w Polsce rośnie nieprzerwanie od co najmniej początku 2020 (przypomnijmy, że w czasie pandemii inflacja w Polsce wcale nie zwolniła i wynosiła pomiędzy 3,5% a 4%). Po drugie, wprowadzie Rosja i Ukraina są ważnymi producentami żywności, ale nie całej i niejedynymi – na przykład w przypadku pszenicy odpowiadają aż za 25% światowego eksportu, ale to „tylko” 5% światowej konsumpcji. Wpływ wojny w Ukrainie na światowe ceny żywności będzie ograniczony i odczuwalny dopiero za kilka miesięcy. Po trzecie wreszcie – zmiany cen żywności spowodowane wojną to klasyczny przykład szoku podażowego i zmiany cen relatywnych. Wpływ szoku podażowego na inflację (czyli wzrost cen wszystkich dóbr w gospodarce) jest krót-

kotrwały i ograniczony. Nie daje się za jego pomocą tłumaczyć stałego trendu – szczególnie wstecznie. Nie da się jednak ukryć, że gdy za kilka miesięcy żywność zacznie drożeć, to dołoży to swoją cegiełkę do rosnących cen.

A może więc rosnące od czasu pandemii i obecnie bardzo...

## **2. Wysokie ceny ropy i gazu?**

### **Zdecydowanie nie**

Wysokie ceny ropy i gazu to chyba najbardziej popularna hipoteza, która ma wyjaśnić obecne światowe kłopoty z inflacją. Wiemy już, że na gruncie teorii wysokie ceny jednych produktów wcale nie muszą prowadzić do wzrostu cen pozostałych – to znów klasyczna zmiana cen relatywnych, która równie dobrze może wywołać ujemne, a nie dodatnie dostosowanie cen na pozostałych rynkach. Empiria tutaj potwierdza naszą intuicję. Obecnie „rekordowo wysokie” ceny ropy są wciąż... niewysokie. Kiedy spojrzeć na nie w ujęciu realnym (czyli skorygowanym o inflację), to okazuje się, że w latach 2011-15 były one o około 20% wyższe, a w 2007 r. – aż o 60% wyższe niż dziś. W żadnym przypadku nie wywołały globalnej presji inflacyjnej. Przeciwnie, przez dekadę po globalnym kryzysie finansowym inflacja w krajach rozwiniętych była co najwyżej... zbyt niska!

Ale przecież nie tylko ropa drożeje. Problemy podaźowe występują powszechnie. Może więc...

## **3. „Pozrywane łańcuchy dostaw”?**

### **Również nie**

„Financial Times” ostatnio opublikował interaktywną grafikę roweru – po wybraniu dowolnej części dowiemy się, o ile

wzrosły opóźnienia w jej produkcji (w porównaniu z okresem sprzed pandemii), o ile zdrożały materiały i gdzie mieszczą się kluczowi producenci. Wszyscy znamy tę historię – lockdowny w Europie i Azji zamroziły handel i produkcję, a ich uchylenie doprowadziło do wielkich zatorów. Na to nałożyła się kolejna fala zachorowań w Chinach, które znów zamykają miasta, fabryki i porty. Brakuje nie tylko części do rowerów, ale i do pralek, zmywarek, samochodów...

**Przez dekadę po globalnym kryzysie finansowym inflacja w krajach rozwiniętych była co najwyżej zbyt niska**

Istotnie, tak duży negatywny szok podaźowy może zmienić ceny relatywne tak bardzo, że zauważymy go wyraźnie w poziomie cen zmierzonym dla całej gospodarki. Przypomnijmy jednak, że inflacja to nie poziom cen w gospodarce, ale tempo jego wzrostu – czym innym jest powiedzieć „rowery zdrożały”, a czym innym: „rowery wciąż drożeją (i oczekujemy, że nadal będą drożeć)”. O ile szoki podaźowe dobrze tłumaczą pojedyncze impulsy inflacyjne, to nie da się ich wykorzystać do wytłumaczenia wciąż rosnącego poziomu cen – i to wszystkich produktów. Tym bardziej że sytuacja w światowym handlu poprawia się z miesiąca na miesiąc – inflacja tymczasem wręcz przeciwnie. Na przykład w kwietniu 2022 żywność w Polsce zdrożała prawie o 13% rok do roku. A żywności z Chin przecież nie importujemy.

Warto w tym miejscu przypomnieć, że choć inflacja jest podwyższona prawie wszędzie na świecie – to jednak jej poziomy są zupełnie różne. Wielka Brytania, USA i strefa euro notują inflację w okolicach 7-8%, w samej strefie euro rozstrzał sięga od 5% do 15% (w kilku małych gospodarkach). W mojej ocenie sugeruje to wyraźnie, że o ile będący przyczyną pierwotny szok inflacyjny w istocie był wszędzie podobny, to obecnie sytuacja jest już znacząco zróżnicowana, a przyczyn tego zróżnicowania należy szukać na krajowych podwórkach.

Omówiliśmy zjawiska w dużej mierze zewnętrzne dla polskiej gospodarki. Zastanówmy się teraz, jak wyglądała polityka monetarna w Polsce wobec pandemii i czy to nie tam leży przyczyna obecnych kłopotów.

#### 4. Luzowanie ilościowe w czasie pandemii? Z pewnością, ale...

W reakcji na wybuch pandemii i pierwsze lockdowny, na wiosnę 2020 stopy procentowe spadły wszędzie na świecie do zera (lub niemal do zera). Nie była to jedyna reakcja polityki monetarnej na pandemię – obniżce stóp towarzyszyło luzowanie ilościowe. Pisałem wtedy na łamach „Rzeczpospolitej”: „W najbardziej prawdopodobnym scenariuszu, rząd sfinansuje interwencję fiskalną poprzez sprzedaż swoich obligacji. To trudna operacja i łatwo ją zepsuć. Nieudana skończy się tym, że banki pożyczą państwu, ale odetną kredyt dla rynku. To pogłębi recesję. Żeby temu zapobiec, potrzebny jest NBP, który zagwarantuje bankom, że wykupi od nich dług publiczny, ale tylko pod warunkiem, że te nie odetną kredytu dla reszty gospodarki. To kluczowe”.

Interwencja fiskalno-monetarna była w 2020 r. niezbędna. Istniał co do tego rzadki konsensus wszędzie na świecie, zarówno wśród ekonomistów akademickich, jak i polityków. Nie był to jednak darmowy lunch, z taką interwencją wiązało się bowiem bardzo realne ryzyko wzrostu inflacji: „Taka interwencja to taniec na linie. W sposób mechaniczny zwiększa ilość pieniądza w gospodarce. Do tego przynajmniej w obecnej fazie „hibernacji” gospodarki nie ma jak pociągnąć za sobą popytu (ten jest ograniczony regulacjami).

**Większość pieniądza  
w obiegu wcale nie jest  
„wydrukowana”, tylko  
elektroniczna, a pieniądz  
elektroniczny powstaje  
akurat w bankach  
komercyjnych, a nie  
w banku centralnym**

To, według podręcznikowej teorii ekonomii, powinno doprowadzić do zwiększonej inflacji. Do pewnego stopnia można ją powstrzymać wiarygodną obietnicą zwalczania inflacji w przyszłości” (podkreślenie dodane).

Bardzo nie lubię określenia „dodruk pieniądza” i w debacie publicznej staram się je zwalczać – bank centralny zasadniczo nie drukuje pieniędzy (chyba że do wymiany zniszczonych), tylko prowadzi politykę monetarną za pomocą takich instrumentów jak stopy procentowe, stopa rezerwy obowiązkowej czy suma bilansowa. Większość pieniądza w obiegu wcale

nie jest „wydrukowana”, tylko elektroniczna, a pieniądz elektroniczny powstaje akurat w bankach komercyjnych, a nie w banku centralnym. „Dodruk” ma jednoznacznie negatywne konotacje i często prowadzi do błędnego wniosku, że każde luzowanie polityki monetarnej musi się skończyć inflacją, a zatem zawsze jest błędem. Nie zawsze – w czasie nasilenia pandemii COVID-19 było ono konieczne, aby zapobiec fali bankructw. Jednak istotnie, jeśli kiedykolwiek interwencja monetarna przypominała w jakiś sposób mityczny „dodruk pieniądza”, to było to luzowanie ilościowe podczas kryzysu pandemicznego. Interwencja konieczna, ale ryzykowna.

Wracam do podkreślenia z cytatu. Inflacja, na skutek programów ilościowych, powinna była wzrosnąć – w maju 2020 na seminarium w PAN oceniałem, że do około 5-7% (wtedy uznano to za nieuzasadniony pesymizm). Dlaczego wzrosła do 14% i, w mojej ocenie, jeszcze będzie rosnąć? Jak miałyby wyglądać „wiarygodna obietnica zwalczania inflacji w przyszłości”? Czy nie zawiodła przypadkiem...

## 5. Komunikacja banku centralnego?

**Tak – przede wszystkim**

Kluczowy błąd, jaki według mnie popełnił Narodowy Bank Polski i jego prezes, to zignorowanie ryzyka inflacji, a następnie jej samej. Od początku pandemii przez ponad rok komunikaty płynące od NBP i Rady Polityki Pieniężnej podkreślały zagrożenie deflacją – czyli spadkiem cen. Świadczy to o fundamentalnym niezrozumieniu natury kryzysu i własnych działań. Następnie, gdy inflacja zaczęła niebezpiecznie rosnąć, prezes Głapiński próbował zaczarować rzeczywistość: twierdził, że inflacji nie ma, a jeśli jest – to niegroźna,

krótkotrwała i spowodowana tylko i wyłącznie czynnikami zewnętrznymi. Prezes wprost obiecywał wszystkim jej natychmiastowy spadek. Aż do przedednia pierwszej podwyżki stóp procentowych w październiku 2021 zdecydowanie zapowiadał, że żadnych podwyżek nie będzie, bo to „szkolny błąd”.

**Brytyjski Monetary Policy Committee po każdym posiedzeniu musi określić, jak otoczenie gospodarcze i najnowsza decyzja wpływają na oczekiwania inflacyjne**

Komunikaty NBP, RPP i prezesa drastycznie rozjeżdżały się z rzeczywistością: inflacja miała już tylko spadać, spadać i spadać, a uczestnicy życia gospodarczego obserwowali, że cały rośnie, rośnie i rośnie. Czy doprowadziło to zjawiska znanego jako...

## 6. Pętla oczekiwań? Z pewnością

W rzadkich przypadkach, gdy źródła inflacji są istotnie tylko podażowe, inflacja ma zdolność do samostabilizacji. Obserwując podwyżki cen, wstrzymujemy się z zakupami, czekając, aż sytuacja się znormalizuje. Popyt słabnie, co obniża zakupy na rynku, a przez to i poziom cen. To pętla pozytywnego wzmocnienia. Pętla oczekiwań działa odwrotnie – oczekując rosnącej inflacji, przyspieszamy plany zakupowe, aby uniknąć wyższych cen w przyszłości. Przedsiębiorstwa, oczekując wzros-

tu kosztów materiałów i płac, podnoszą ceny już dzisiaj, aby łagodnie rozłożyć podwyżki kosztów w czasie. Oczekiwania napędzają wzrost cen już dziś, a uczestnicy rynku, obserwując wzrost cen, rewidują swoje oczekiwania w górę.

## **RPP podniosła stopy**

**„z zaskoczenia”. Programy**

**ilościowe zaczęto wygaszać**

**dużo później, a planu jak nie**

**było – tak nie ma.**

**Wiarygodność zniknęła,**

**a oczekiwania inflacyjne**

**urwały się z kotwicy**

Dlatego, wedle teorii ekonomii, oczekiwania inflacyjne powinny być w centrum uwagi banku centralnego. Nie ma on zarządzać popytem w gospodarce ani podażą pieniądza – tylko właśnie oczekiwaniami. Robi to za pomocą przejrzystości, wiarygodności i klarownej komunikacji. Na przykład brytyjski Monetary Policy Committee po każdym posiedzeniu musi określić, jak otoczenie gospodarcze i najnowsza decyzja wpływają na oczekiwania inflacyjne. Polski NBP za kadencji Adama Głapińskiego pogrzebał wszelką wiarygodność, działa nieprzejrzysto, a komunikuje się z zaskoczenia. Akapit o oczekiwaniach inflacyjnych w pewnym momencie w ogóle zniknął z komunikatów RPP.

Czy nie przywiązuję zbyt wielkiej wagi do roli komunikacji i wiarygodności? Sprawdźmy: w Wielkiej Brytanii inflacja właśnie sięgnęła 7%, więc Bank Anglii

zdecydował się podnieść stopy do... 1%. Zapowiedział przy tym dalsze podwyżki do co najmniej 2% (do końca roku), co powinno zatrzymać inflację na poziomie około 9%. Czy ten scenariusz się uda – czas pokaże. Jednak nawet gdyby wymagał korekt, to konsument brytyjski znajduje się dziś w sytuacji nieporównywalnie bardziej komfortowej niż polski.

Wracając do twardych narzędzi banku centralnego: czy błędem nie były...

## **7. Spóźnione podwyżki stóp procentowych? Trudno jednoznacznie ocenić.**

Z perspektywy czasu – niewątpliwie tak. Problem w tym, że latem 2021, gdy inflacja sięgnęła 5%, trudno było ocenić, czy jesienią nie przyjdzie spowolnienie. Wciąż trwała pandemia, akcja szczepień przebiegała opornie i wyglądało na to, że zakończy się sukcesem co najwyżej połowicznym. Wiosną mieliśmy lockdowny, a jesień mogła przynieść kolejną falę. I istotnie przyniosła, ale jesienią 2021 ochrona zdrowia po raz pierwszy się nie załamała. Sam byłem sceptyczny wobec podwyżek stóp latem 2021, proponując, aby najpierw NBP ogłosił plan, potem wygasił programy ilościowe, a stopy procentowe podnosił na końcu. To buduje wiarygodność, a ona jest niezbędna do utrzymania kotwicy oczekiwań inflacyjnych.

Wydarzyło się jednak zupełnie odwrotnie: po zapowiedzi braku podwyżek, RPP podniosła stopy „z zaskoczenia”. Programy ilościowe zaczęto wygaszać dużo później, a planu jak nie było – tak nie ma. Wiarygodność zniknęła, a oczekiwania inflacyjne urwały się z kotwicy.

W mojej ocenie to w miarę kompletny obraz wydarzeń. Przed wyciągnięciem wniosków omówię jeszcze trzy potencjalne

mechanizmy inflacyjne, które pojawiają się debacie publicznej:

### 8. Pętla płacowo-cenowa? Jeszcze nie.

Wedle teorii pętli płacowo-cenowej, pracownicy oczekujący inflacji żądają podwyżek, a przedsiębiorcy muszą te podwyżki finansować wzrostem cen swoich produktów. Mam dwa kłopoty z tą interpretacją. Po pierwsze zakłada, że przedsiębiorcy mogą spokojnie przełożyć podwyżki na ceny – a do tego muszą cieszyć się pewną siłą rynkową; w doskonałej konkurencji podwyższenie cen eliminuje z rynku. Z drugiej strony, skoro podwyżki muszą być sfinansowane wzrostem cen, to znaczy, że firmy nie mają żadnego bufora – nie mogą czasowo obniżyć zysków, bo ich nie odnoszą: taka sytuacja ma miejsce tylko w konkurencji doskonałej. Założenia pętli są więc, w mojej ocenie, wewnętrznie sprzeczne.

Po drugie, sam opis mechanizmu wskazuje, że jest on jedynie pochodną innego mechanizmu – pętli oczekiwań. Proponuję następujący eksperyment myślowy: gdyby przez najbliższy rok żaden pracownik nie dostał ani złotego podwyżki – czy inflacja spadłaby do celu? Według mnie nie.

Może zatem problem leży nie po stronie pracowników, ale po stronie przedsiębiorców? Czy rozkręca się...

### 9. Pętla marżowo-cenowa? Również nie.

W swoim badaniu, opublikowanym w 2020 w Oxford Economic Papers pokazuję, w jaki sposób marże, w teoretycznie racjonalnych przedsiębiorstwach, reagują na zmiany inflacji. Wraz z jej wzrostem następuje rozjazd marż: firmy, które zmieniają ceny, optymalnie podwyższają je powyżej poziomu inflacji – „na zapas”.

Natomiast te firmy, które źle oceniły proces inflacyjny, zostają z obniżonymi marżami. Pierwszy efekt dominuje. Obserwacja rosnących marż jest zatem zgodna z prostym modelem teoretycznym. Jednak nie jest to efekt „pętli”, tylko prosta, racjonalna odpowiedź na rosnącą inflację.

**Nie wiadomo mi nic o tym,  
by empiria potwierdziła  
rzekomy nagły napływ  
„zielonych”**

Co ciekawe, gdy inflacja spada poniżej zera, sytuacja się odwraca – dominuje drugi efekt (firmy zbyt wolno obniżają ceny) i średnia marża w gospodarce również rośnie. Najniższe marże są przy zerowej inflacji – to kolejny argument za tym, dlaczego inflację należy utrzymywać jak najbliżej celu.

W debacie pojawia się jeszcze jeden, dosyć egzotyczny argument, jakoby za polską inflację odpowiadała...

### 10. Polityka monetarna FED? Zdecydowanie nie.

W popularnej, karykaturalnej wręcz wersji „FED drukuje dolary i zalewa nimi cały świat”. To brak zrozumienia tego, jak działa międzynarodowy handel i finanse. FED, podobnie jak NBP, żadnych banknotów nie drukuje (tylko prowadzi politykę monetarną, korzystając z dostępnych instrumentów cenowych i bilansowych). Do tego w Polsce walutą obiegową jest polski złoty, a nie dolar. Nawet gdyby

występowała zwiększona podaż dolara, to trafiłaby ona najpierw na zagraniczne rachunki polskich eksporterów. Aby zasilić polską gospodarkę, dolary musiałyby zostać zamienione na polskie złote przez polski bank centralny i pojawić się w bilansie jako nagłe zwiększenie rezerw walutowych. Jednak zwiększenie podaży pieniądza wcale nie musi powodować inflacji, inflacja może pojawić się bez zwiększenia podaży pieniądza. Nie wiadomo mi nic o tym, by empiria potwierdzała rzekomy nagły napływ „zielonych”.

Milton Friedman mawiał, że „inflacja jest zawsze i wszędzie zjawiskiem monetarnym”. Będąc bogatsi o pięć dekad

badania naukowych, możemy dziś sparafrazować to określenie: inflacja jest zawsze i wszędzie zjawiskiem oczekiwań. Jak ją pokonać? Albo poprzez miękkie lądowanie, które podstawowy nacisk położy na zarządzanie oczekiwaniami, w którym podwyżki stóp procentowych wspierają komunikację i budują wiarygodność. Alternatywą jest twarde lądowanie – ostre i zaskakujące zwiększanie stóp procentowych, które mechanicznie wymusi ograniczenie popytu przez uderzenie w dochody ludności. Okno miękkiego lądowania jest bardzo wąskie. Po miesiącach błędów i zaniedbań może dziś już być zamknięte.