

IV Kadencja RPP: od wysokiego do niskiego bezrobocia

Leon Podkaminer*

Profesorowie E. Gatnar i Ł. Hardt, ustępujący członkowie Rady Polityki Pieniężnej, dość niepochlebnie oceniają jej dorobek. Dowodzi tego sam już tytuł publicznego „rozliczenia się” z RPP: „Od płytkiej deflacji do wysokiej inflacji” (Rzeczpospolita, 18 stycznia 2022). Tytuł ten sugeruje, że oto RPP IV kadencji popsowała wspaniałą, rzekomo, sytuację makroekonomiczną, jaką zastali oni na początku 2016 r. – stopniowo i konsekwentnie doprowadzając do obecnej wysokiej inflacji.

Profesorowie Gatnar i Hardt: jedyni sprawiedliwi w IV RPP?

W dodatku mam wrażenie, że pp. Gatnar i Hardt uważają się za jedynych gwardianów stabilnego pieniądza. Za inflację obwinia się więc pozostałych siedmiu członków RPP, w szczególności Prezesa NBP. W przeciwieństwie do pp. Gatnara i Hardta, profesor Glapiński uczestniczył w dwóch RPP (w latach 2010 – 2016 oraz obecnej). O ile mi wiadomo, nie zdarzyło mu się krytykować publicznie pozostałych współuczestników RPP poprzedniej kadencji. Kwestie dyskusyjne rozważano bez wyżalania się mediom z własnych frustracji. Mniemam, że członków RPP powinny obowiązywać należyte zasady w komunikacji, także wzajemnej. Ja tych zasad nie muszę przestrzegać. Mogę ocenić poprawność niektórych argumentów - i ogólnej interpretacji dynamiki inflacji w latach 2016-2021 - przedstawionych przez pp. Gatnara i Hardta rzeczowo - bez przesadnej kurtuazji.

W kilku miejscach pp. Gatnar i Hardt ubolewają nad zjawiskiem ujemnych realnych stóp procentowych. Dla autorów strefa euro jest często jako punktem odniesienia. Ale właśnie w strefie euro (i nie tylko zresztą) ujemne realne stopy procentowe polityki pieniężnej są na porządku dziennym. Faktyczna (tj. depozytowa) stopa procentowa polityki EBC jest ujemna nieprzerwanie od czerwca 2014 r. Owszem, byłoby raczej zastanawiające, gdyby stopy procentowe od kredytów detalicznych, udzielanych przez banki komercyjne, były trwale realnie ujemne. Tego nie obserwujemy: kredyty detaliczne są realnie raczej kosztowne – nawet, gdy stopy NBP są realnie ujemne. Co więcej, podwyższanie tych ostatnich, uparcie postulowane przez pp. Gatnara i Hardta, przekłada się na dalszy wzrost realnego (dodatniego) oprocentowania kredytów detalicznych. W obecnej sytuacji jest to zresztą niekorzystne: wzrost popytu na kredyt jest anemiczny – co przyczynia się też do niezadowolającej dynamiki inwestycji.

Bez jakiegokolwiek podstawy empirycznej pp. Gatnar i Hardt orzekają o zachodzeniu bliżej zresztą niezdefiniowanych zjawisk, co ma uzasadniać podnoszenie stóp procentowych. Przykładowo, dostrzegają oni „symptomy rozpoczęcia procesu odkotwiczenia oczekiwania inflacyjnych” lub „pierwsze symptomy spirali cenowo - płacowej”.

Profesorowie Gatnar i Hardt wyrażają teraz frustrację z powodu braku zgody na podniesienie stóp procentowych na przełomie lat 2019 i 2020. Uważam, że było to słuszne (o czym więcej poniżej). Ponadto, pamiętajmy, że nie inaczej postępowały wtedy inne banki centralne. Już we wrześniu 2019 r. EBC zdecydował się na powrót do zaniechanego w 2018 r. luzowania

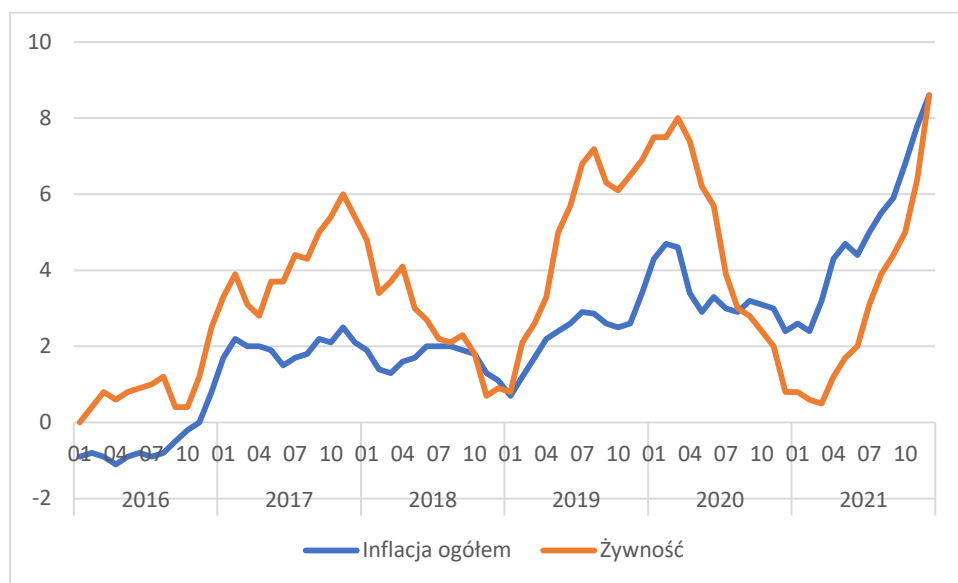
ilościowego. (Amerykański Fed nie czekał z ponownym uruchomieniem skupu aktywów na wybuch pandemii, tylko wznowił je już jesienią 2019 r.)

Poprawna narracja dynamiki inflacji

Wróćmy teraz do poprawnej interpretacji dynamiki inflacji od 2016 r. do dziś. Narracja pp. profesorów jest nieścista – a przez to wadliwa. Ignoruje ona sprawdzalne fakty, które powinny być przez nich uwzględnione.

Ich narracja zaczyna się od stwierdzenia, że oto „Z okresu deflacji gospodarka polska wyszła pod koniec 2016 r. i inflacja od tego momentu znajduje się w trendzie wzrostowym”. Otóż nie jest to prawda. Pod koniec 2016 r. gospodarka polska owszem, wyszła z deflacji (która skądinąd jest gospodarczo szkodliwa, a przy tym niezgodna z ustawowym celem inflacyjnym NBP) pod koniec 2016 r. Ale wcale nie „znalazła się” tym samym w jakimś „trendzie wzrostowym”. Przez następne 28 (!) miesięcy inflacja była niska – sporo niższa od oficjalnego celu inflacyjnego (2,5 proc.). Na początku 2019 r. spadła ona nawet do poziomu 0,8 proc. (por Wykres 1).

Wykres 1. Inflacja (ogółem i w odniesieniu do cen żywności i napojów bezalkoholowych)



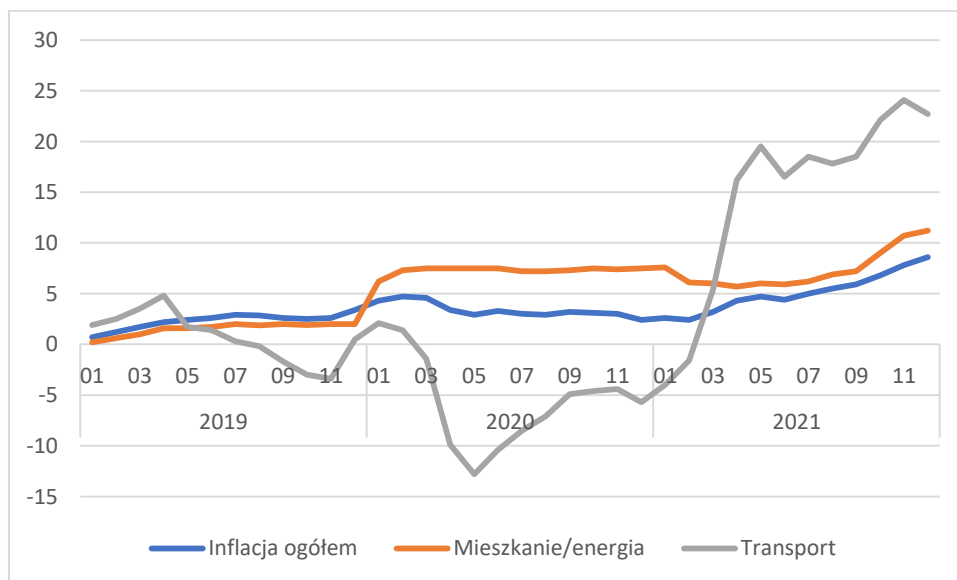
Źródło: GUS

Charakteryzując procesy inflacyjne jest konieczne posługiwaniem się wskaźnikami cen „oczyszczonymi” z wpływu zmian cen najbardziej „wahliwych” – w tym zwłaszcza cen (importowanej) energii oraz cen (krajowej) żywności. Te ostatnie cechują się nie tylko sezonowością, ale także wykazują swoistą cykliczność. (Nie przypadkiem ekonomiści rolni wprowadzili pojęcie „cyklu świńskiego”). Profesorowie Gatnar i Hardt nie zwracają sobie głów takimi niuansami – przez co nie są w stanie właściwie zinterpretować dynamiki inflacji od stycznia 2019 r. Nagłe przyspieszenie inflacji w drugiej połowie 2019 r. przypisują oni, gołosłownie, „krajowej presji popytowej”, którą chcieli studzić podnosząc stopy procentowe banku centralnego. Tymczasem wystarczy rzut oka na Wykres 1 by dostrzec uderzającą współzależność inflacji ogółem i tempa zmian cen żywności. Jest dość oczywiste, że inflacja zmieniała się w tym samym rytmie (ale w innej skali) co ceny żywności! (Nie ma w tym nic

dziwnego. Ok. 25 proc. wydatków konsumpcyjnych jest przeznaczane na żywność. Na mocy praw arytmetyki wynika z tego, że np. ośmioprocentowy wzrost cen żywności automatycznie odpowiada za 2 punkty procentowe ogólnego wskaźnika inflacji). Po okresie wzrostu wskaźnika cen żywności (od stycznia 2019 r. do marca 2020 r.), nastąpił równie gwałtowny jego spadek. Równoległe widzimy najpierw wzrost – a potem spadek inflacji ogółem. Tendencje wzrostowe wracają, w odniesieniu do obu agregatów, w pierwszym kwartale 2021. Przy bardziej ustabilizowanym cyklu cen żywności nie byłoby też tak znacznych „górek” i „dołków” inflacji ogółem – a ta ostatnia byłaby stosownie niższa. Krótko mówiąc, w dużej mierze inflację ogółem należy widzieć w kontekście „świńskiego” cyklu cen żywności. Nie sadzę, by było celowe zmaganie się z tym cyklem przy pomocy restrykcyjnej polityki pieniężnej, czego uparcie domagali się pp. Gatnar i Hardt. Powinniśmy być wdzięczni RPP IV kadencji, że do pandemii nie dołożyła nam dodatkowo wysokich stop procentowych.

Warto też zauważyć, że „szok inflacyjny 2021 r.” bierze się nie tylko z cyklicznie uwarunkowanych zmian cen żywności, ale także zbiega się ze skokowo rosnącymi cenami agregatu „transport”, do którego dołączyły szybko rosnące ceny agregatu „użytkowanie mieszkania i nośniki energii”. Ilustruje to Wykres 2. Jest oczywiście iluzją, żywną przez pp. Gatnara i Hardta (i wielu innych komentatorów), że polityka pieniężna ma wiele pozytywnego do zrobienia w odniesieniu do tego, co obserwujemy na rynkach energii i paliw. Nawet dużo wyższe (w granicach rozsądku) stopy procentowe nie zmieniłyby dynamiki cen tych agregatów – ale boleśnie mogłyby ugodzić i tak już ciężko doświadczaną gospodarkę realną.

Wykres 2. Inflacja ogółem, wskaźniki cen dla agregatów „mieszkanie/energia” oraz „transport”

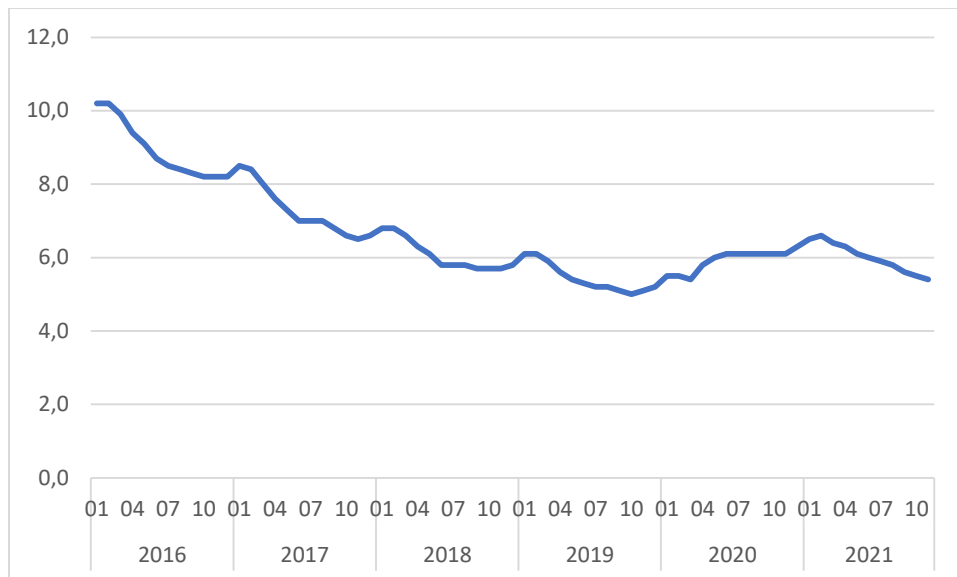


Źródło: GUS

Nie akceptuję analizy zaprezentowanej przez profesorów Gatnara i Hardta. Dokonania RPP IV kadencji w odniesieniu do inflacji niewątpliwie wymagają pogłębionej analizy. Jakikolwiek będzie ostateczny werdykt w tej sprawie, w ostatecznym rachunku liczyć się też

powinno to, że to właśnie ta Rada przeprowadziła gospodarkę ze stanu bezrobocia wysokiego, do niskiego (por. Wykres 3).

Wykres 3. Stopa bezrobocia



Źródło: GUS

*Autor jest Doradcą Prezesa NBP. Tekst wyraża poglądy autora, który skorzystał z uwag dr Pawła Kowalewskiego.