

Dariusz Filar  
Warszawa, dnia 6 lutego 2023 r.

## Komunikat FOR 4/2023: Wysoka inflacja w Polsce to dzieło RPP

Nieznaczne obniżenie się pod koniec 2022 roku inflacji, mierzonej wskaźnikiem CPI (Consumer Price Index), należy traktować z dużą ostrożnością. Towarzyszy temu bowiem wzrost wskaźnika inflacji bazowej, którą oblicza się poprzez wyłączenie z koszyka inflacyjnego cen żywności i energii.

### CPI i inflacja bazowa w Polsce w IV kwartale 2022 roku

	CPI	Inflacja bazowa
Październik	17,9%	11,0%
Listopad	17,5%	11,4%
Grudzień	16,6%	11,5%

Źródło: GUS i NBP

CPI to najszerzej znany i stosowany przez banki centralne wskaźnik, w którym wyrażany jest cel inflacyjny (w Polsce wynosi on  $2,5\% \pm 1$  pp.).

Na inflację trzeba jednak spojrzeć również poprzez wskaźnik tzw. inflacji bazowej, który oblicza się wyłączając z CPI ceny żywności i energii. Wynika to z faktu, że w branży żywnościowej i na rynku energetycznym często zdarzają się zaburzenia nazywane „szokami podażowymi”, które występują głównie na rynkach globalnych: zaistniałe na nich wzrosty lub spadki cen ropy naftowej albo pszenicy, cukru czy kawy mogą znacząco wpływać na kształtowanie się CPI w poszczególnych krajach, mimo iż w gospodarkach tych krajów nie ulega zmianie wewnętrzna presja popytowa. Może ona pozostawać na stabilnym poziomie, podczas gdy rosnące ceny energii lub żywności na rynku globalnym podnoszą krajowy CPI. I odwrotnie: spadające ceny energii i żywności na rynkach globalnych mogą obniżyć krajowy CPI nawet wtedy, gdy rośnie krajowa presja popytowa. W odróżnieniu od CPI wskaźnik inflacji bazowej można więc traktować jako uwolniony od wpływu zewnętrznych fluktuacji. Inflacja bazowa mocniej niż CPI odzwierciedla oddziaływanie czynników krajowych, w tym krajową presję inflacyjną.

Fluktuacje CPI wynikające z gwałtownych, nieoczekiwanych zmian cen na globalnych rynkach żywności i energii nie poddają się bezpośredniemu oddziaływaniu polityki pieniężnej, a to może uzasadniać rozwiązanie problemu polegające po prostu na oczekiwaniu, aż „szok podażowy” wygaśnie. Inaczej wygląda kwestia reagowania na zmiany inflacji bazowej: polityka pieniężna jest bowiem w stanie wyhamowywać jej wzrost poprzez podwyżki referencyjnej stopy procentowej. A na odpowiednio głęboki spadek inflacji bazowej powinna reagować obniżkami owej stopy. Skuteczność takiej polityki wymaga trafnego przewidywania determinantów inflacji bazowej i dostosowania do tych przewidywań reakcji polityki pieniężnej (*forward-looking approach*), a także odpowiedniego ich rozłożenia w czasie.

Inflacja bazowa w Polsce w grudniu 2022 roku wynosiła 11,5%, podczas gdy średnia w Unii Europejskiej była na poziomie 5,97%, a w samej strefie euro 5,2%. Te ogromne różnice w inflacji bazowej dowodzą, że polska polityka pieniężna była proinflacyjna. Te proinflacyjne błędy musiały zostać popełnione głównie w latach 2020–2021.

Jednak już w 2019 roku inflacja bazowa rosła wyraźnie z miesiąca na miesiąc (z 0,8% w styczniu do 3,1% w grudniu), a na koniec pierwszego kwartału 2020 roku sięgała 3,6%. W tym samym okresie występował podwyższony poziom CPI: 4,6% na koniec pierwszego kwartału 2020 roku. Od kwietnia 2020 roku w kształtowaniu się obu wskaźników i ich wzajemnej relacji nastąpiła istotna zmiana: inflacja bazowa utrzymała poziom 3,6%, by w kolejnych miesiącach dalej się podnosić, natomiast CPI obniżył się do 3,4%, by w kolejnych miesiącach kontynuować spadki (do 2,4% w grudniu 2020 roku). Tym samym doszło do ukształtowania się CPI poniżej inflacji bazowej, a przez kolejny blisko rok przewyższenie inflacji bazowej ponad CPI ulegało powiększeniu.

Przyczyn redukcji CPI na początku 2020 roku można upatrywać w wybuchu pandemii COVID-19 i spadku cen na rynkach globalnych. Cena ropy naftowej Brent z Morza Północnego obniżyła się w tamtym okresie z blisko 70 dolarów do nieco ponad 20 dolarów za baryłkę, cena buszła pszenicy wahała się w umiarkowanym przedziale 400-500 dolarów, a indeks cen żywności FAO spadł ze 100 do 90 punktów.

Sytuacja na rynkach globalnych oraz przeciwstawne kierunki przesuwania się CPI i inflacji bazowej w Polsce (CPI w dół, a inflacja bazowa w górę) sygnalizowały, że krajowa presja popytowa rośnie, a jedynie impulsy zewnętrzne do pewnego stopnia przysłaniały jej prawdziwą skalę. Rada Polityki Pieniężnej zachowała się jednak tak, jakby nie dostrzegała tych faktów. W komunikacie po posiedzeniu w dniach 3-4 marca 2020 roku znalazło się optymistyczne stwierdzenie, że „w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej dynamika cen będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego” (!!!). Co więcej, na pilnie zwołanym posiedzeniu 17 marca 2020 roku po raz pierwszy od pięciu lat obniżono o 0,5 punktu

procentowego stopę referencyjną (z 1,5% do 1,0%). Jednocześnie zdecydowanie zredukowano stopę rezerwy obowiązkowej (z 3,5% do 0,5%) i nieco podniesiono jej oprocentowanie (z 0,5% do 1,0%). Stopa rezerwy obowiązkowej dyktuje bankom komercyjnym, jaką część zgromadzonych depozytów powinny wpłacać do NBP, więc jej obniżenie pozwalało przeznaczyć więcej środków na akcję kredytową. Trzeba dodatkowo pamiętać, że niska stopa rezerwy obowiązkowej połączona z jej niskim oprocentowaniem skłania do obniżenia oprocentowania depozytów i lokat w bankach komercyjnych, więc wśród ich klientów maleje skłonność do oszczędzania.

Następnie 8 kwietnia 2020 roku RPP obniżyła stopę referencyjną o kolejne 0,5 punktu procentowego (do 0,5%), a 28 maja do 0,1%, czyli praktycznie do zera. Te decyzje były pierwotnymi przyczynami późniejszego wzrostu inflacji

Na dodatek od marca 2020 roku, naśladując „luzowanie ilościowe” (*quantitative easing*) prowadzone przez wielkie banki centralne świata, Narodowy Bank Polski zaczął kupować aktywa finansowe w ramach tzw. strukturalnych operacji otwartego rynku. Tylko w pierwszych czterech miesiącach działania tego programu, do połowy 2020 roku, NBP kupił papiery wartościowe (obligacje skarbowe, a także emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego i Polski Fundusz Rozwoju) za ponad 100 mld zł, czyli równowartość ok. 4% PKB. Taka masa pieniądza została dodatkowo wpompowana do gospodarki!

Mocne poluzowanie polityki pieniężnej w okresie od marca do maja 2020 roku to pierwszy z zasadniczych proinflacyjnych błędów RPP.

Ta proinflacyjna polityka RPP utrzymywała się w kolejnych miesiącach drugiej połowy 2020 roku, aż do początku 2021 roku: stopa referencyjna pozostawała na rekordowo niskim poziomie 0,1%, wskaźnik CPI łagodnie oscylował wewnątrz górnego pasma odchyień od celu inflacyjnego, a inflacja bazowa utrzymywała się na poziomie wyższym o ok. 1 punkt procentowy.

W kwietniu 2021 roku CPI wzrósł do 4,3% i tym samym znalazł się wysoko ponad górnym pasmem odchyień od celu inflacyjnego, a zarazem po raz pierwszy od roku przewyższył i tak wysoką inflację bazową, wynoszącą wówczas 3,9%. To był już prawdziwy sygnał alarmowy! Cena ropy naftowej Brent przekroczyła 60 dolarów za baryłkę, cena buszła pszenicy przesunęła się do przedziału 600-700 dolarów, indeks cen żywności FAO przekroczył poziom 120 punktów, a inflacja bazowa pozostawała na wysokim, zbliżonym do 4% poziomie, który osiągnięty został rok wcześniej. Natychmiastowe zacieśnienie polityki pieniężnej stawało się więc koniecznością!

W marcu 2021 roku na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP pojawiły się wypowiedzi, że stopy w transakcjach rynkowych rosną. W związku z tym pytano, czy utrzymywanie ultraniskiej stopy referencyjnej przez RPP jest uzasadnione. Odpowiedź prezesa NBP Adama Glapińskiego była niezwykle zdecydowana: „Nadal prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych podczas tej kadencji RPP wynosi zero. Rynek się myli” (!!!).

W kolejnych miesiącach 2021 roku CPI utrzymuje się na poziomie powyżej 4%, a następnie przekracza 5%, inflacja bazowa utrwała się na poziomie zbliżonym do 4%. Tymczasem kierowana przez prezesa Glapińskiego RPP nie podejmuje działań antyinflacyjnych. Co gorsza, NBP kontynuuje skup obligacji i do 100 mld zł, o które powiększył swoje aktywa w 2020 roku, dokłada kolejne o wartości blisko 40 mld zł.

We wrześniu 2021 roku CPI osiąga poziom 5,9% – nienotowany w Polsce od 20 lat, a inflacja bazowa wynosi 4,2%. Tymczasem prezes Glapiński zapewnia: „Obecny wzrost cen w Polsce i na świecie ma charakter przejściowy. Mamy też efekt odłożonego popytu, ale wzrost inflacji wynika ze wzrostu cen surowców i frachtu, problemów podażowych. (...) Na negatywne szoki podażowe bank centralny nie powinien reagować podwyższaniem stóp procentowych. To byłby szkolny błąd, prowadzący jedynie do obniżenia wzrostu gospodarczego, albo nawet do stłumienia wzrostu. Ci, którzy namawiają do podniesienia stóp, chcą, abyśmy mieli stagnację”. To był kolejny, szkolny proinflacyjny błąd prezesa NBP.

Pierwsza reakcja polityki pieniężnej na podbitą inflację następuje dopiero w październiku 2021 roku, ale jest bardzo słaba: stopa referencyjna zostaje podniesiona z 0,1% do 0,5%. Jednocześnie do 2% zostaje podwyższona stopa rezerwy obowiązkowej. Jednocześnie z komunikatu po posiedzeniu znikają niedawne zapewnienia o przejściowym charakterze podwyższonej inflacji, a w ich miejsce pojawia się teza, że „inflacja może utrzymać się na podwyższonym poziomie dłużej niż dotychczas oczekiwano”.

W listopadzie 2021 roku RPP podwyższa stopę referencyjną o 0,75 punktu procentowego, do 1,25%. W tym momencie CPI wynosił 6,8%, a inflacja bazowa 4,5%. W komunikacie po posiedzeniu zostają wreszcie dostrzeżone: „wyraźny wzrost przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw” i „popyt stymulowany wzrostem dochodów gospodarstw domowych”.

Przed grudniowym posiedzeniem prezes Glapiński wykonuje kolejne werbalne salto. Oświadcza: „Zmieniam retorykę. Inflacja jest przejściowa, ale w okresie dwóch lat, a i to też nie wiadomo, choć to teraz tak widzimy”. Przejściowość inflacji o horyzoncie dwuletnim lub dłuższym i obciążona dodatkową niepewnością stanowi niewątpliwy wkład prezesa do języka komunikatów bankowości centralnej.

Ponad półroczne spóźnienie w zacieśnieniu polityki pieniężnej, jakie wystąpiło między marcem i listopadem 2021 roku, to drugi z istotnych błędów popełnionych przez RPP.

Od listopada 2021 roku do września 2022 roku RPP przeprowadza dziewięć kolejnych podwyżek stopy referencyjnej, do poziomu 6,75%. Taki poziom obowiązywał w Polsce ostatni raz od listopada 2002 roku do marca 2003 roku. Jednakże CPI nie sięgał w tamtym czasie 1%, a inflacja bazowa nieznacznie przekraczała 1%; realna stopa procentowa była więc wyraźnie dodatnia. Przy obecnym poziomie CPI wynoszącym 16,6% i inflacji bazowej na poziomie 11,5% realna stopa procentowa w obu odniesieniach pozostaje w obszarze głęboko ujemnym. Skuteczne działanie antyinflacyjne wymagałoby podniesienia stopy referencyjnej do takiego poziomu, by stopa wynikająca z odniesienia do inflacji bazowej była dodatnia (a więc ok. 12%).

Do ukształtowania dodatniej realnej stopy procentowej – w odniesieniu do inflacji bazowej – zdaje się zmierzać Europejski Bank Centralny. Rada Prezesów rozpoczęła cykl zacieśnienia polityki w lipcu 2022 roku poprzez podniesienie stóp o 50 punktów bazowych. We wrześniu zwiększyła skalę podwyżek do 75 punktów bazowych i analogiczny ruch wykonała w październiku. Czwarta podwyżka – o 50 punktów bazowych – została wykonana w grudniu i w jej wyniku stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących znalazła się na poziomie 2,5%. Równocześnie w grudniowym komunikacie znalazło się stwierdzenie, że „stopy procentowe będą musiały w równym tempie **jeszcze znacznie wzrosnąć** (pogrubienie DF), do poziomów wystarczająco restrykcyjnych dla zapewnienia szybkiego powrotu inflacji do docelowego poziomu 2% w średnim okresie”. W warunkach inflacji bazowej zbliżonej do 5% może to oznaczać osiągnięcie w relacji do niej w nieodległym czasie dodatniej wartości stopy realnej.

Zatrzymanie od września cyklu podwyżek stopy referencyjnej coraz wyraźniej prowadzi RPP do popełnienia trzeciego z kolei istotnego błędu. Jego skutkiem może okazać się wydłużenie okresu podwyższonej inflacji nie tylko na 2023 rok, lecz również na kolejne lata. W nawiązaniu do decyzji i komunikatu EBC należy również podkreślić, że zadaniem banku centralnego nie jest jakiegokolwiek obniżenie inflacji czy sprowadzenie jej do poziomu jednocyfrowego, ale powrót do celu inflacyjnego w średnim okresie. To, że w takim okresie inflacja spadnie do 10% lub nawet nieco niżej, w żadnym wypadku nie będzie mogło być traktowane i nagłaśniane jako sukces! Efektem działania RPP powinien być w średnim okresie powrót do celu inflacyjnego, a obecna polityka zamrożonej od września 2022 roku stopy procentowej takiego efektu nie zapewnia.

## Forum Obywatelskiego Rozwoju

FOR zostało założone w 2007 roku przez prof. Leszka Balcerowicza, aby skutecznie chronić wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym. Naszym celem jest zmiana świadomości Polaków oraz obowiązującego i planowanego prawa w kierunku wolnościowym.

FOR realizuje swoje cele poprzez organizację debat oraz publikację raportów i analiz podejmujących ważne tematy społeczno-gospodarcze, a w szczególności: stan finansów publicznych, sytuację na rynku pracy, wolność gospodarczą, wymiar sprawiedliwości i tworzenie prawa. Z inicjatywy FOR w centrum Warszawy i w Internecie został uruchomiony licznik długu publicznego, który zwraca uwagę na problem rosnącego zadłużenia państwa. Działania FOR to także projekty z zakresu edukacji ekonomicznej oraz udział w kampaniach na rzecz zwiększania frekwencji wyborczej.

## Wspieraj nas!

Zdrowy rozsądek oraz wolnościowy punkt widzenia nie obronią się same. Potrzebują zaplanowanego, wytężonego, skutecznego wysiłku oraz Twojego wsparcia.

Jeśli jest Ci bliski porządek społeczny szanujący wolność i obawiasz się nierozsądnych decyzji polityków udających na Twój koszt Świętych Mikołajów, wesprzyj finansowo nasze działania.

**Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629**

W sprawie darowizn możesz się skontaktować z:

Kinga Królik - członkini zarządu, kierownik administracyjno-finansowy FOR

tel. 691 908 904

e-mail: [kinga.krolik@for.org.pl](mailto:kinga.krolik@for.org.pl)

**Już dziś pomóż nam chronić wolność – obdarz nas swoim wsparciem i zaufaniem.**

## AUTOR



### DARIUSZ FILAR

Do 2016 roku profesor nadzwyczajny Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego. Gościnnie wykładał również w University of Michigan w Ann Arbor, Wydziale Artes Liberales Uniwersytetu Warszawskiego i Central European University.

Przez szereg lat związany z praktyką gospodarczą i polityką ekonomiczną. W latach 1999-2004 główny ekonomista banku Pekao SA, w latach 2004-2010 członek Rady Polityki Pieniężnej NBP II kadencji, a w latach 2010-2014 Rady Gospodarczej przy Prezesie Rady Ministrów.

Równoległe z pisarstwem ekonomicznym uprawia twórczość w obszarze literatury pięknej. Jego najnowsze książki to zbiór opowiadań „Jeszcze jedna podróż Guliwera” (2014) oraz powieści „Drugie wejście” (2015) i „Szkłanki żydowskiej krwi” (2020).

W grudniu 2022 roku ukazała się jego książka „Na mieliźnie. Gospodarka Polski w latach 2020-2022 (z polityką w tle)”.