



Business
Centre
Club

Warszawa, 01 lipca 2022 r.

KOMENTARZ GŁÓWNEGO EKONOMISTY BCC

Presja inflacyjna: jakie powody i jakie ryzyka?

W nawiązaniu do publicznych dyskusji o wysokiej inflacji należy przypomnieć pożyteczną tożsamość: $pY = vM$, gdzie M jest ogólną podażą pieniądza M3, pY jest nominalnym PKB (p poziomem cen w całej gospodarce, Y realnym PKB), a v jest szybkością obrotu pieniądza w gospodarce. Ta szybkość zależy od tego, jaka część pieniądza jest w obiegu a jaka w postaci depozytów na rachunkach bankowych. Im większa z roku na rok zmiana pieniądza w postaci depozytów tym mniejsza szybkość obiegu, więc niższa presja inflacyjna.

W latach 2000-2005 depozyty były niewielkie, w dodatku z zerowym wzrostem poziomu w tym okresie. Ale dzięki bardzo wysokim stopom procentowym ogólna podaż pieniądza mogła być - i była niska. Rezultatem był silny spadek inflacji. W latach 2005-2015 miało miejsce podwojenie poziomu depozytów, co zmniejszyło szybkość obiegu pieniądza i utrzymało inflację na niskim poziomie. Niska inflacja zachęcała gospodarstwa domowe do wzrostu depozytów. To oraz sporo wyższy ale nadal umiarkowany wzrost M3 podtrzymywało niską inflację. Podobny stan rzeczy mieliśmy w latach 2016-2019.

Całkiem nową sytuację mieliśmy przede wszystkim w roku 2020, kiedy przyrost nominalnego PKB był zerowy, a pomimo tego miał miejsce wzrost podaży pieniądza aż o 16,4%, z poziomu 1566 mld zł na koniec roku 2019 do 1823 mld zł na koniec roku 2020. Miał też miejsce duży przyrost depozytów, o około 300 mld zł. Bez tego przyrostu depozytów inflacja w latach 2020- 2021 byłaby znacznie większa niż miała miejsce. Przyrost depozytów miał też miejsce w roku 2021, chociaż już tylko o 159 mld zł. Przyrost M3 w okresie 2020-2021 wyniósł 420 mld zł, a w celu utrzymania inflacji na poziomie 2,5% powinien wynieść tylko około 120 mld zł.

Jakie konsekwencje i ryzyka przynosi to teraz ? **W latach 2022-2023 musi nastąpić korekta poziomu cen w górę dostatecznie duża, aby zaabsorbować nadwyżkową podaż pieniądza około 300 mld zł.**, powiększoną o przyrost M3 w tym roku. Wypuszczenie przez NBP wysoko oprocentowanych obligacji zmniejszyłoby przyrost M3. Bez takich obligacji grozi wycofanie przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa dużej części istniejącego stanu obligacji, który na koniec roku 2021 wynosił całkiem dużo, bo 1384 mld zł.

Dane NBP z końca maja 2022 wskazują na możliwość rozpoczęcia obniżania ogólnej sumy depozytów. Podaż M3 nadal rośnie, ale już nieznacznie, tylko o 0,1%. Zapewne RPP będzie uważnie obserwować poziom depozytów. Dalszy wzrost stopy referencyjnej NBP może zostać uznany za niezbędny, aby nie doszło do dużego spadku poziomu depozytów. Wypuszczenie przez NBP wysokooprocentowanych obligacji to też jedna z możliwości. **Generalnie czeka nas prawdopodobnie dalsze znaczne zaostrzenie polityki monetarnej. Reakcja na takie zaostrzenie to około rok lub nawet więcej.**

Czynnikami opóźniającymi oczekiwany przez rząd spadek inflacji CPI jest bardzo wysoka inflacja PPI (cen produkcyjnych), napięta sytuacja na rynku pracy, oraz blokowanie przez rząd dopływu potencjalnie bardzo dużych środków UE. W konsekwencji inflacja w roku 2023 może być nadal bardzo wysoka.

Dodatkowe informacje:

prof. Stanisław Gomułka

Główny ekonomista BCC, minister finansów Gospodarczego Gabinetu Cieni BCC,

☎ 609 556 506

✉ stanislaw.gomulka@bcc.org.pl

Mirosław Kasprzak

Rzecznik BCC

☎ 608 529 504

✉ miroslaw.kasprzak@bcc.pl