

25 kwietnia 2016

## Raport specjalny

### Departament Analiz Ekonomicznych

Dr Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Dr Marcin Mazurek  
starszy analityk  
tel. +48 22 829 01 83  
[marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
[piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

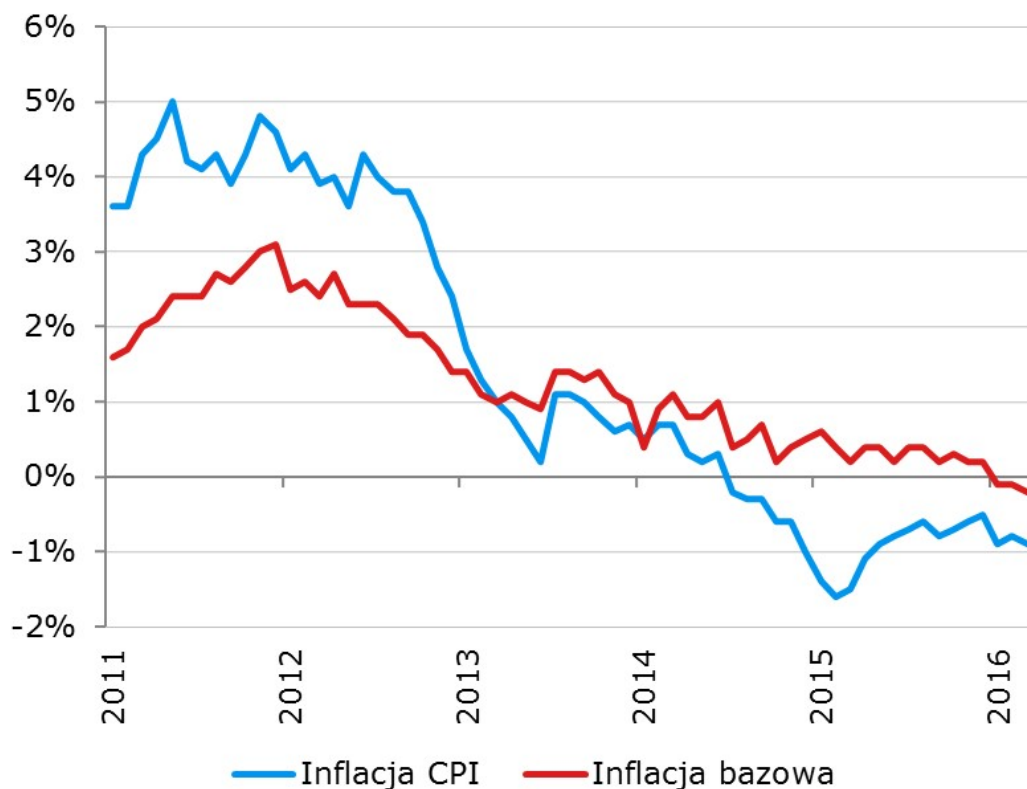
Karol Klimas  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[Karol.Klimas@mbank.pl](mailto:Karol.Klimas@mbank.pl)

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
tel. +48 22 829 00 00  
fax. +48 22 829 00 33  
<http://www.mbank.pl>

## Mit dobrej deflacji

Właśnie minęła 21 miesięcznica deflacji w Polsce. Grono zatroskanych odklejaniem oczekiwani inflacyjnych, czy choćby wąpiących w przypadkowość i przejściowość tego procesu wcale nie wydaje się rosnać. W debacie publicznej dominuje pogląd o dobrej naturze polskiej deflacji i jej nieistotności dla polityki pieniężnej. W naszej opinii jest to pogląd chybiony i oparty o argumenty, których miejsce powinno być w ekonomicznej mitologii: pierwszy, o stricte importowanym charakterze polskiej deflacji; drugi, o jej nieszkodliwości; trzeci, o neutralności dla wiarygodności banku centralnego. W niniejszym tekście odnosimy się do tych mitów.

Na wstępie słowo o definicjach: w zgodzie z potocznym rozumieniem tego słowa, deflacją nazywamy po prostu sytuację, gdy indeks cen konsumenckich (CPI) spada w ujęciu rocznym. Abstrahujemy w ten sposób od rozróżnień na „prawdziwą” i „statystyczną” deflację (pierwsza miałaby istnieć tylko w Japonii). Jednocześnie, pragniemy podkreślić, że z ekonomicznego punktu widzenia nie ma magicznego w zerze i inflacja wynosząca +0,2% r/r nie różni się pod względem negatywnych konsekwencji niczym od inflacji wynoszącej -0,5%.



## Mit pierwszy. Czy deflacja szkodzi?

### Deflacja a odkładanie zakupów w czasie.

Teoretycznie, wpływ spadków cen na zachowanie konsumenta można rozdzielić na dwa kanały. Po pierwsze spadki cen wywołują powiększenie dochodu rozporządzalnego, a więc zachęcają do wyższych wydatków teraz (efekt dochodowy). Spadki cen mają także wpływ na rozkład wydatków w czasie (efekt substytucyjny). Jeśli spadki cen są większej skali niż stopień niecierpliwości konsumentów, a przy tym stopy nominalne premiuje konsumpcję jutro są dodatnie, może się okazać, że konsumenci będą woleli skosztować jutro niż dziś. Problem odkładania wydatków jest więc zjawiskiem teoretycznie możliwym, choć badania empiryczne prawie go nie potwierdzają (mała próba i względnie małe spadki cen występujące dotychczas w krajach i okresach, dla których rejestracja statystyczna tego fenomenu była możliwa). Nie przeszkadza to polskim ekonomistom oczywiste zjawisko braku odkładania wydatków w czasie poczytywać jako dowód na wyjątkowość polskiej deflacji i jej dobroczynny wpływ.

Na razie nie obserwujemy zjawiska odkładania wydatków w czasie, a nawet widzimy dość dobre powiązanie polskiej konsumpcji z bieżącym dochodem i wcześniejszymi planami wydatkowania formułowanymi w oparciu o oczekiwany dochód (500+). Oznacza to, że gospodarstwa domowe są raczej niecierplive i działa tu głównie efekt dochodowy. Gdy jednak spadki cen ugruntują w oczekiwaniach, może się okazać, że obecny poziom stóp nominalnych będzie faktycznie zbyt wysoki i konsumenci będą konsumować jutro. Być może na razie w Polsce nie ma tego problemu, choć tempo wzrostu konsumpcji jest historycznie nadal niskie. Globalnie słaba reakcja konsumentów na solidne spadki cen ropy naftowej może świadczyć o tym, że konsumenci wolą w coraz większym stopniu budować oszczędności.

### Deflacja a zachowanie przedsiębiorstw

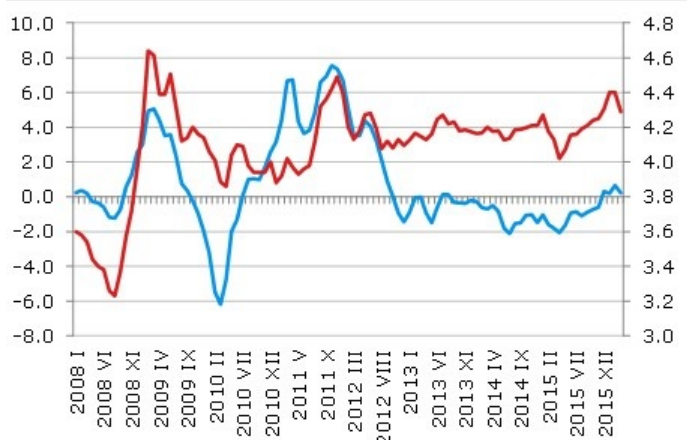
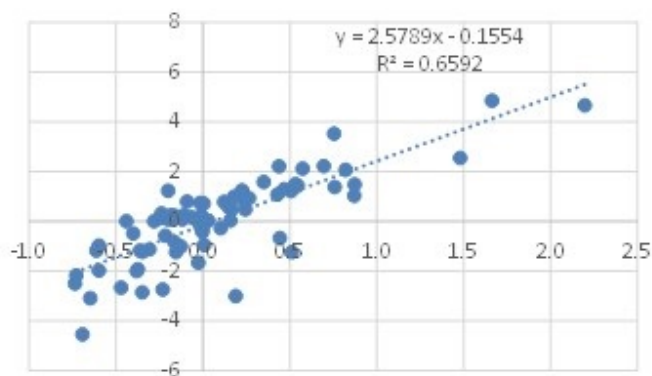
Retoryka ekonomistów, włączając bank centralny, o sytuacji polskiego konsumenta w warunkach deflacji jest niemal niezmienna. W jej myśl obecne spadki cen są dobre, bo nie towarzyszy im spadek płac nominalnych. Dzięki temu konsumenci dostają wsparcie z tytułu wyższych dochodów rozporządzalnych.

Podejście to zupełnie zaniedbuje problemy od strony firm i ich wyników finansowych. Spadki cen i wzrosty kosztów płacowych (pokłosie modelu ekonomicznego polskiej gospodarki i demografii) to ceteris paribus słabsze wyniki finansowe. Stąd już blisko do ograniczenia popytu inwestycyjnego. Problem deflacji nie jest więc tak jednowymiarowy jak mogłoby się wydawać.

Duża korelacja cen producentów z kursem złotego i okres relatywnej słabości polskiej waluty sugerują, że to słabszy złoty ratuje wyniki przedsiębiorstw. Spojrzenie na poziom kursu złotego i zmiany cen producentów w przetwórstwie pokazuje, że w momencie ustabilizowania kursu złotego

wygasa także zmienność cen producentów - pograżyły się one w deflacji. W obliczu bardzo silnej konkurencji rynkowej, do podniesienia cen producentów mogłoby dojść w momencie silnego osłabienia złotego, a więc szoku, który dotyczyłby wszystkich przedsiębiorców w jednakowym stopniu. Kolejny tego typu szok (na razie) nie następuje...

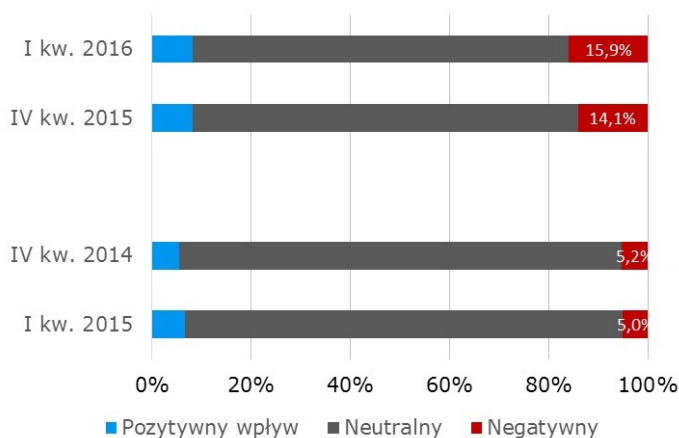
Miesięczne zmiany kursu EURPLN vs zmiany miesięczne cen producentów w ujęciu bazowym



— Ceny w przetwórstwie przemysłowym w ujęciu bazowym (r/r)  
— Kurs EURPLN (prawa oś)

Tymczasem firmy coraz gorzej znoszą deflacyjną równowagę i coraz większy odsetek przedsiębiorców sygnalizuje negatywny jej wpływ na wyniki finansowe (badania NBP). Co więcej, coraz mniejszy odsetek firm objęty jest redukcją kosztów a przestrzeń do dalszej redukcji dostępna jest w zasadzie tylko w przypadku przedsiębiorstw dużych. Nie można też nie zauważyć, że deflacja przydarzyła się polskim przedsiębiorstwom w najmniej sprzyjającym momencie. Ich zyskowność, czy to mierzona danymi GUS na temat wyników finansowych przedsiębiorstw, czy to danymi raportowanymi przez spółki giełdowe, od wielu lat spada. Związek ze spadającą stopą inwestycji prywatnych nie jest tutaj przypadkiem.

Wpływ spadku cen produkcji sprzedanej na sytuację ekonomiczną firm (NBP)



Przedsiębiorstwa teoretycznie mogłyby sobie skompensować słabsze wyniki podniesieniem cen, ale konkurencja – jak zresztą widać – sprawia, że nie mogą. Sytuacja może więc ewoluować w kilku kierunkach. Po pierwsze, niższe wyniki finansowe mogą odbić się negatywnie na działalności inwestycyjnej (co podsyci jej ograniczenie w obliczu niepewności regulacyjnej). Po drugie, niższe wyniki finansowe mogą spowodować spadki zatrudnienia i ograniczenia dynamiki płac (to ostatnie w warunkach ciągłego zasilania pracownikami ze wschodu). Efekt majątkowy płynące z ograniczonych zysków firm byłby zapewne ograniczony w polskich warunkach, jednak pierwszych dwóch dróg ewolucji bieżącego stanu gospodarki raczej nie można zaniedbać. Tu nie pomoże nawet nihilizm z tytułu (braku) oddziaływania niższych stóp na aktywność inwestycyjną. Wydaje nam się prawdopodobne, że rozpoznanie powiązania konkurencyjności polskich przedsiębiorstw z kursem walutowym już niedługo coraz bardziej jaskrawo przejawiać się będzie w działaniach banku centralnego zmierzających do osłabienia waluty krajowej.

### Deflacja a mechanizmy rynkowe

Pytanie o znaczenie polskiej deflacji i reakcję banku centralnego (lub jej brak) dotyka również samego sensu inflacyjnego. Dlaczego banki centralne celują w inflację wynoszącą 2 czy 2,5%? Powodów jest kilka, ale ten najistotniejszy w polskim kontekście dotyczy roli inflacji w procesach dostosowawczych w realnej gospodarce. Pożyczając jedną z typowych metafor, niska i stabilna inflacja jest smarem usprawniającym ruch gospodarczych trybików. Wynika to z heterogeniczności ukrywającej się za jednym indeksem cen i ze zjawiska sztywności cenowych. Z badań Narodowego Banku Polskiego, opartych o dane jednostkowe, z których jest konstruowany wskaźnik CPI dla Polski, wynika, że przeciętny czas trwania ceny potrafi wahać się od miesiąca (owoce, nowe samochody, paliwa, ubezpieczenia zdrowotne) do kilku lat (usługi medyczne, naprawa sprzętu gospodarstwa domowego, szkolnictwo wyższe). Dla wielu kategorii dóbr i usług rozkład obserwowanych zmian cen jest silnie asymetryczny, co oznacza że podwyżki cen występują dużo częściej niż cięcia. Najbardziej jaskrawe przykłady to gry hazardowe, szkolnictwo

wyższe, usługi weterynaryjne, naprawa sprzętu gospodarstwa domowego, usługi dentystyczne, bilety kolejowe, dostawa wody czy usługi szewskie – tam obniżki cen nie były notowane praktycznie wcale.

To, co w normalnych warunkach byłoby to w najlepszym przypadku ciekawostką i przedmiotem zainteresowania badaczy, dziś jest uwarunkowaniem dla polityki pieniężnej. W sytuacji trwałego i systematycznego spadku ogólnego poziomu cen lub poziomu większości cen zaburzeniu ulegają relacje pomiędzy cenami różnych produktów i usług. Takie zaburzenie cen względnych, które normalnie podlegają działaniom mechanizmów rynkowych, może przekładać się na zaburzenia zmiennych realnych (pomyślny chociaż o przesunięciach w strukturze produkcji, które nastąpią, jeśli zmiany cen względnych zostaną uznane przez podmioty gospodarcze za trwałe).

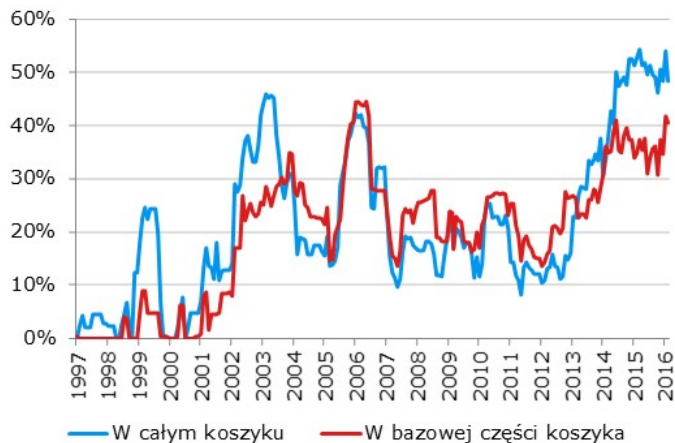
### Mit drugi. Czy deflacja jest importowana?

Twierdzenie, że polska deflacja ma źródła zewnętrzne (lub że wynika z niskich cen żywności i nośników energii) jest powtarzane jak mantra przez przedstawicieli banku centralnego i wielu komentatorów. W rzeczywistości kategorie te odpowiadają jedynie za część spadku inflacji poniżej zera, dynamika cen żywności jest już zresztą w ujęciu rocznym dodatnia. Równie ważne dla spadku inflacji poniżej zera okazało się zachowanie kategorii bazowych – przypominamy, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i nośników energii wynosi obecnie -0,2% r/r i jest o włos od niechlubnego rekordu z 2006 roku. Pozostałe miary inflacji bazowej publikowane przez NBP również znajdują się na lub w pobliżu historycznych minimów. Krojenie inflacji bazowej w niewielkim stopniu uprawdopodobnia tezę o zewnętrznym charakterze procesów deflacyjnych w polskiej gospodarce – ceny dóbr konsumenckich (w klasyfikacji HICP nazywane non-energy industrial goods) spadają w ujęciu rocznym o 1,6%, odejmując od rocznego wskaźnika CPI pięć dziesiątych punktu procentowego. Ceny usług konsumenckich w ostatnim miesiącu rosły o 2,1%. Średnie dla okresu 2002-2012 to, odpowiednio, 0,2 i 2,9%. Bezpośredni wpływ cen dóbr importowanych można obserwować jedynie w pierwszej z tych podkategorii i dotyczy ona zapewne tylko części produktów.

Analiza poszczególnych składników inflacji bazowej również nie pozostawia złudzeń co do głębokiego zakorzenienia tendencji deflacyjnych w koszyku konsumenckim. Zgodnie z najnowszymi danymi, łącznie ok. 45% dóbr i usług nabywanych przez polskich konsumentów charakteryzował spadek cen w ujęciu rocznym. W przypadku bazowej części koszyka odsetek ten również sięga 40%. Epizodu tak głębokiej i dotykającej tak dużej części dóbr i usług deflacji w polskiej historii – a przynajmniej tak daleko, jak sięgają miesięczne dane na temat indeksów cen konsumenckich – nie było nigdy. I być może największym świadectwem wyjątkowości polskiego doświadczenia jest to, że od dwóch lat Polska cieszy się inflacją niższą od

zdecydowanej większości państw rozwiniętych.

Udział dóbr i usług o ujemnej dynamice r/r cen



Wyjaśnienia dla takiego zachowania inflacji bazowej wahają się od importowania deflacji za pośrednictwem rynków dóbr półtrwałych i trwałych, poprzez efekty drugiego rzędu spadków cen nośników energii i żywności, a skończywszy na presji konkurencyjnej. Jakkolwiek układ czynników nie stały za tym fenomenem, trudno argumentować za bezczynnością polityki pieniężnej w takiej sytuacji. Przykładowo, obecność na rynku tanich, konkurencyjnych, importowanych dóbr, które stwarzają presję na spadek cen produkcji krajowej, nie jest dla małej otwartej gospodarki wyrokiem niebios, a raczej niekorzystnym czynnikiem, któremu bank centralny może i powinien przeciwdziałać (również polityką kursową). Zachowanie inflacji bazowej stoi również w sprzeczności z domykaniem się luki popytowej i zacieśnianiem rynku pracy i powinno stanowić przedmiot pogłębionych badań i szczególnej uwagi ze strony banku centralnego.

Wreszcie, podejmowane tu i ówdzie próby dalszego okrawania inflacji bazowej z kategorii, na których zachowanie polityka pieniężna nie ma wpływu bądź których ceny mogą spadać bez szkody dla konsumentów i gospodarki w ogólności, są obciążone jako rozumowanie w równowadze cząstkowej (każdy spadek cen jest w takim statycznym sensie korzystny dla konsumentów). Co więcej, za każdym razem wyłącza się inną kategorię – dziwnym trafem akurat tą, która zaskoczyła in minus. W taki sposób, metodą salami, można otrzymać inflację „super-bazową”, która nie ma przełożenia ani na jakąkolwiek sensowną kategorię ekonomiczną, ani na codzienne doświadczenia podmiotów ekonomicznych.

### Mit trzeci. Czy bank centralny może stracić wiarygodność?

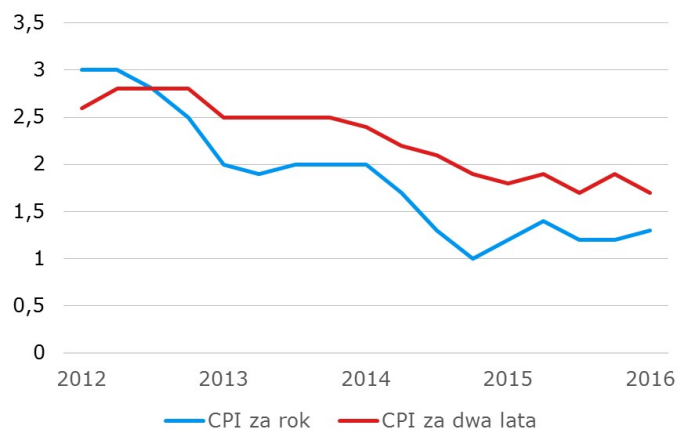
Argument (podnoszony także chociażby przez EBC w ostatnich dwóch latach) to ryzyko utraty wiarygodności przez bank centralny nierealizujący swojego celu inflacyjnego. Taka utrata wiarygodności miałaby się przejawiać w

spadku (odklejeniu) oczekiwań inflacyjnych od wartości długookresowych, czyli niewiarze podmiotów gospodarczych i uczestników rynku w skuteczność banku centralnego. W przypadku Polski jakość danych dotyczących oczekiwań inflacyjnych jest wprawdzie mniejsza niż w gospodarkach rozwiniętych (istnienie tylko dwóch serii obligacji indeksowanych inflacją sprawia, że nie da się skonstruować sensownego szeregu oczekiwań inflacyjnych implikowanych przez rynki finansowe, co dla Stanów Zjednoczonych czy Niemiec jest standardem), ale istnieje dostatecznie dużo danych, które pozwalają wnioskować o odklejeniu oczekiwań.

Po pierwsze, odsetek konsumentów spodziewających się spadku cen (mierzony czy to ankietą NBP, czy to badaniami GUS, czy też badaniami KE) jest rekordowo niski i nawet, jeśli z przyczyn metodologicznych nie ma to przełożenia na konkretną oczekiwaną stopę inflacji, jest samo w sobie pewnym źródłem informacji.

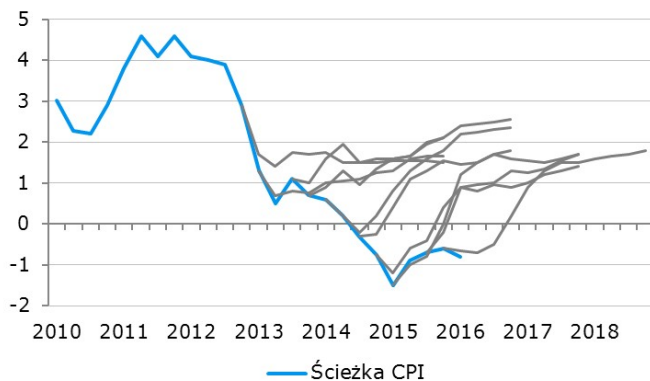
Po drugie, oczekiwania analityków sektora prywatnego (pochodzące z kwartalnej Ankiety Makroekonomicznej NBP) formułowane dla horyzontu dwuletniego, a więc dla horyzontu oddziaływania polityki pieniężnej systematycznie spadają i wskazują na ugruntowanie inflacji wyraźnie niższej niż cel inflacyjny NBP.

Mediana prognoz inflacji w ankiecie prognostycznej NBP



Po trzecie, sam Narodowy Bank Polski wydaje się nie wierzyć we własną moc i w kolejnych Raportach o inflacji przedstawia ścieżki CPI, które nie dotyczą celu inflacyjnego, przy rozkładzie ryzyk na ogół przesuniętym w kierunku niższej inflacji. Innymi słowy, negatywny sygnał dla rynków i podmiotów gospodarczych wysyła sam Narodowy Bank Polski, prognozując własną porażkę w realizacji celu inflacyjnego.

Centralne ścieżki projekcji NBP na tle faktycznej realizacji



Zdestabilizowanie oczekiwań inflacyjnych w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej (nie negujemy tego, że krótkoterminowe oczekiwania inflacyjne mają więcej wspólnego z punktem startowym niż z faktycznymi oczekiwaniami) nie jest pożądanym skutkiem strategii nawet elastycznego celu inflacyjnego.

### Wybiegając w przyszłość

Ostatnie tygodnie przyniosły pewne wzrosty cen surowców na rynkach światowych. Jak wskazujemy powyżej skończyła się także deflacja w cenach żywności i bardziej prawdopodobne wydaje się zakończenie deflacji całego agregatu późną jesienią tego roku, do czego walenie przyczynią się efekty bazowy statystycznej. Jesteśmy jednak sceptyczni co do tego, czy od jesieni zmieni się natura procesów cenowych po stronie konsumentów, a może co i bardziej istotne, po stronie producentów. Prawdopodobne jest, że tak jak dla szeregu gospodarek rozwiniętych po 2008 roku również dla Polski przez kolejne lata zastosowanie będzie miał paradygmat niskiego wzrostu nominalnego. W otoczeniu takim łatwo o „puchnięcie” długu publicznego w relacji do PKB, jeśli koszty jego obsługi nie będą odpowiednio niskie. Pomimo, że Polska błyszczała (ze względu na stabilny wzrost gospodarczy) na tle Europy, niewykorzystane zostało europejskie otoczenie ujemnych stóp do choćby relatywnego oddłużenia kraju. Stoimy na stanowisku, że także ten aspekt, wiążący się technicznie również (choć nie tylko) z punktem zaczepienia krzywej dochodowości, nie powinien być obojętny bankowi centralnemu i ten powinien go traktować co najmniej na równi z popularną obecnie tezą o szkodliwości niskich stóp dla stabilności sektora banków spółdzielczych.