

WYZWANIA POLITYKI ANTYINFLACYJNEJ W POLSCE

Sygn. PAB/WIB 1/2023

2023

Raport przygotowany na zlecenie
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Warszawa, styczeń 2023

WIB PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

O raporcie

Raport **Wyzwania polityki antyinflacyjnej w Polsce** został opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Autorzy

Raport został przygotowany przez zespół w składzie:

Prof. dr hab. Jan Czekaj – profesor zwyczajny w Katedrze Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. W przeszłości był między innymi członkiem Rady Polityki Pieniężnej, podsekretarzem stanu w Ministerstwie Przekształceń Własnościowych oraz w Ministerstwie Finansów, członkiem Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, a także zastępcą przewodniczącego Komisji Nadzoru Bankowego oraz Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych. Jest autorem, współautorem lub redaktorem wielu książek, artykułów naukowych oraz publikacji i komentarzy w prasie specjalistycznej. Jego zainteresowania naukowe koncentrują się na problematyce polityki pieniężnej, makroekonomicznych uwarunkowań rynków finansowych, rynku długu, rynku funduszy inwestycyjnych, efektywności informacyjnej giełdowego rynku akcji oraz zarządzania finansami przedsiębiorstw.

dr Maciej Bolisęga – doktor nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz adiunkt w Katedrze Rynków Finansowych na Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie. W swojej pracy naukowej koncentruje się na polityce pieniężnej oraz interakcjach zachodzących pomiędzy sferą realnej gospodarki a systemem finansowym.

Poza działalnością naukową, pracuje także jako ekonomista w Banku Inwestycyjnym UBS, gdzie jest odpowiedzialny za sporządzanie prognoz makroekonomicznych gospodarki Stanów Zjednoczonych.

dr Paweł Oleksy – adiunkt w Katedrze Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, absolwent studiów doktoranckich w Szkole Głównej Handlowej, były stypendysta DAAD na uniwersytecie we Freiburgu. W swojej działalności naukowej koncentruje się na problematyce funkcjonowania rynków i instytucji finansowych, finansowania rynku nieruchomości, inwestycji alternatywnych oraz procesów finansjalizacyjnych zachodzących w gospodarce. Jest autorem i recenzentem licznych prac naukowych oraz uczestnikiem krajowych i międzynarodowych projektów naukowo-badawczych. Posiada także bogate doświadczenie zawodowe zdobyte w sektorze przedsiębiorstw (w tym w organach nadzorczych), a także w organach kolegialnych UEK.

O programie

Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji WIB powstał w 2019 roku jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie analizy zjawisk, tworzenia opracowań i porządkowania wiedzy w obszarach cyberbezpieczeństwa i nowych technologii, a także szeroko rozumianego otoczenia sektora bankowego, kształtującego warunki działania banków w Polsce. Prace analityczno-badawcze w ramach programu realizowane są pod kątem możliwości praktycznego wykorzystania ich wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz kreowania wartości dla klientów bankowości. PAB WIB kładzie duży nacisk na rozwój współpracy ze środowiskami akademickimi i eksperckimi, poszukując synergii w zakresie zainteresowań badawczych autorów oraz potrzeb rozwojowych sektora bankowego.

W ramach programu realizowane są analizy i badania w następujących obszarach:

-  Nowe technologie i cyberbezpieczeństwo
-  Zdolność banków do finansowania gospodarki
-  Bankowość spółdzielcza
-  Rynek nieruchomości
-  Zielony ład i finansowanie energetyki odnawialnej
-  Finansowanie projektów innowacyjnych

Więcej na temat działalności programu na stronie www.pab.wib.org.pl

Kontakt

dr Andrzej Banasiak
Koordynator Programu
m: 696 405 104
e: abanasiak@wib.org.pl

Jacek Gieorgica
m: 603 626 254
e: jgieorgica@wib.org.pl

Warszawski Instytut Bankowości
00-380 Warszawa, ul. Kruczkowskiego 8
t: (22) 182 31 70
e: pab@wib.org.pl

Agnieszka Nierodka
m: 607 484 391
e: anierodka@wib.org.pl

dr Tomasz Pawlonka
m: 505 917 778
e: tpawlonka@wib.org.pl

Spis treści

	Wprowadzenie	6
	Rozdział I. Procesy inflacyjne w gospodarce	8
	1.1. Istota i przyczyny inflacji	9
	1.2. <i>Great Inflation</i> jako historyczny przykład wysokiej inflacji oraz procesu dezinflacji	10
	1.3. Mechanizmy ograniczania inflacji i jej społecznych skutków	14
	1.3.1. Instrumenty banku centralnego	14
	1.3.2. Instrumenty władz fiskalnych	15
	1.3.3. Polityka strukturalna	15
	Rozdział II. Przebieg inflacji w Polsce w latach 2019–2022 na tle innych krajów	17
	2.1. Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych w Polsce (CPI) i w strefie euro (HICP)	18
	2.2. Inflacja bazowa w Polsce i strefie euro	19
	Rozdział III. Skuteczność polityki antyinflacyjnej w Polsce	23
	3.1. Polityka monetarna	24
	3.1.1. Polityka stóp procentowych	24
	3.1.2. Kurs walutowy	32
	3.1.3. Wiarygodność banku centralnego	33
	3.2. Polityka fiskalna	36
	3.2.1. Polityka fiskalna w warunkach podwyższonej inflacji	36

3.2.2. Działania zaradcze władz fiskalnych	44
3.2.3. Wiarygodność polityki fiskalnej w zwalczaniu inflacji	48
3.3. Działania z zakresu tzw. ekonomii podaży	51

IV Rozdział IV. Perspektywy inflacji w Polsce oraz propozycje działań przyspieszających proces dezinflacji 56

4.1. Perspektywy inflacji w Polsce w średnim okresie	57
4.2. Rekomendacje	61
4.2.1. Rekomendacje w zakresie polityki monetarnej	62
4.2.2. Rekomendacje w zakresie polityki fiskalnej	62
4.2.3. Rekomendacje w zakresie polityki strukturalnej	63

Bibliografia 64

Wprowadzenie



Inflacja stała się w trakcie ostatnich lat jednym z najważniejszych problemów światowej gospodarki. Wskaźniki inflacji osiągają w wielu krajach o ustabilizowanych gospodarkach poziomy nienotowane od kilkudziesięciu lat. Również w Polsce ceny dóbr i usług konsumpcyjnych rosną najszybciej od końca ubiegłego wieku. Ograniczenie a następnie sprowadzenie inflacji do poziomu celu inflacyjnego NBP będzie prawdopodobnie wymagało więcej czasu i poświęceń niż sugerują przedstawiciele naszego rządu i banku centralnego. Przede wszystkim trzeba stwierdzić, że proces dezinflacji będzie w decydującej mierze uzależniony od czynników, które spowodowały nienotowany od dawna wzrost cen. Czynniki te są standardowo dzielone na dwie grupy:

- ▶ czynniki o charakterze podażowym,
- ▶ czynniki o charakterze popytowym.

Analiza źródeł inflacji pozwala nie tylko na udzielenie odpowiedzi na pytanie o rolę polityki makroekonomicznej w doprowadzeniu do podwyższonej inflacji, ale także ma istotne znaczenie dla doboru instrumentów pozwalających na sprowadzenie wskaźnika inflacji do poziomu celu inflacyjnego. Jeżeli inflacja spowodowana została czynnikami o charakterze podażowym, to zasadniczo rzecz biorąc ani bank centralny, ani rząd nie mają możliwości prowadzenia skutecznej polityki dezinflacji. W tej sytuacji po prostu pozostaje oczekiwanie aż ustaną czynniki powodujące inflację (np. spadek lub stabilizacja cen ropy naftowej). Jeżeli natomiast inflacja spowodowana została czynnikami o charakterze popytowym, to do przywrócenia wskaźnika inflacji do poziomu

celu inflacyjnego konieczne są działania zarówno z zakresu polityki monetarnej, jak i często fiskalnej, które generalnie rzecz biorąc mają na celu ograniczenie globalnego popytu w gospodarce.

Ponieważ inflacja jest nie tylko procesem ekonomicznym, ale i społecznym, toteż istotne znaczenie ma ocena skutków redystrybucyjnych wysokiej inflacji oraz działań mających na celu zrekompensowanie tych skutków tym grupom społecznym, których sytuacja materialna pogorszyła się w wyniku redystrybucyjnych efektów wysokiej inflacji. Chodzi przede wszystkim o odpowiedź na pytanie: komu i w jakim stopniu należy pomagać (rekompensować skutki wzrostu cen).

Skuteczna polityka antyinflacyjna państwa musi opierać się na odpowiedniej koordynacji tych trzech płaszczyzn (ocena źródeł inflacji, dobór narzędzi skutecznej dezinflacji, ograniczanie negatywnych skutków redystrybucyjnych wysokiej inflacji).

Uwzględniając powyższe rozważania, można postawić pytania, w jakim zakresie polska polityka makroekonomiczna spełnia te warunki, a w konsekwencji czy przywracanie wskaźnika inflacji do poziomu celu inflacyjnego będzie odpowiednio skuteczne i szybkie, przeciwdziałając utrwalaniu się negatywnych skutków dla gospodarki, spowodowanych wysoką inflacją, w tym przede wszystkim obniżenia tempa wzrostu gospodarczego oraz wzrostu nierówności społecznych.

W tym opracowaniu podejmujemy próbę udzielenia odpowiedzi na te zasadnicze dla przyszłości inflacji w Polsce pytania.

Rozdział I. Procesy inflacyjne w gospodarce



1.1. Istota i przyczyny inflacji

Inflacja jest procesem ekonomicznym, który występuje od momentu, w którym w historii świata pojawił się pieniądź, zwłaszcza pieniądź w postaci monet bitych z kruszców szlachetnych. Władcy, którym przysługiwało prawo bicia monet, oraz uczestnicy życia gospodarczego starali się różnego rodzaju działaniami zmniejszyć zawartość kruszcu w monetach o danym nominalne, co prowadziło do utraty części ich wartości ze względu na spadek zawartości szlachetnych kruszców poniżej ustalonego parytetu. Oczywiście moneta o niezmiennionej wartości nominalnej, ale o zmniejszonej zawartości kruszcu była mniej warta, albo inaczej mówiąc, można było za taką monetę kupić mniej towarów czy usług. Oznacza to, że inflacja jest procesem wzrostu cen, któremu towarzyszy spadek wartości pieniądza.

Istota i przebieg inflacji uległy zmianom w związku z zerwaniem powiązania pieniądza z metalami szlachetnymi, głównie ze złotem, co było długotrwałym procesem, którego finalizacja miała miejsce w 1971 roku, kiedy prezydent USA, Richard Nixon, zawiesił wymienialność dolara na złoto. Od tego czasu pieniądź ma wyłącznie charakter fiducyjny, tzn. jest tworzony decyzjami władzy państwowej (banków centralnych) w sposób, teoretycznie rzecz ujmując, nieograniczony. Możliwość nieograniczonej kreacji pieniądza stwarza nowe uwarunkowania dla procesów inflacyjnych. Przyjmując jako prawdziwe stwierdzenie Milтона Friedmana, że inflacja zawsze i wszędzie jest zjawiskiem monetarnym, możemy założyć, że w tych warunkach, tzn. nieograniczonych możliwościach kreacji pieniądza, inflacja może rosnąć w sposób nieograniczony¹. Oczywiście ewolucja systemów pieniężnych po zerwaniu związku pieniądza ze złotem doprowadziła do wykształcenia takich rozwiązań, które stworzyły skuteczne ograniczenia dla niekontrolowanego wzrostu cen (niekontrolowanej inflacji). W ramach tych systemów odpowiedzialność za utrzymanie wartości pieniądza (niskiej i stabilnej inflacji) została przypisana bankom centralnym².

Należy jednak zwrócić uwagę, że skuteczność banku centralnego w kontrolowaniu inflacji zależy nie tylko od działań prowadzonych przez ten bank. Na inflację wpływa szereg zjawisk i procesów ekonomicznych, które nie poddają się oddziaływaniu banku centralnego. Najważniejszymi są zjawiska i procesy wynikające z uwarunkowań zewnętrznych (np. wzrost cen ropy naftowej czy innych surowców na rynkach światowych) oraz kreowane polityką fiskalną. Wynika stąd, że skuteczna polityka mająca na celu utrzymanie wartości pieniądza uzależniona jest od odpowiedniej koordynacji polityki monetarnej i fiskalnej³. Za szczególnie niekorzystną należy uznać taką politykę, w której działania banku centralnego mające na celu przeciwdziałanie nadmieremu wzrostowi cen są neutralizowane działaniami o charakterze fiskalnym. W ostatnich latach tego rodzaju niespójności w polityce makroekonomicznej są ważnymi przyczynami wysokiej inflacji w skali globalnej i w różnych krajach, w tym także w Polsce

Najważniejszym czynnikiem, który powoduje niespójności polityki makroekonomicznej w przeciwdziałaniu (przywracaniu do celu) wysokiej inflacji jest kwestia kosztów dezinflacji dla społeczeństwa. Według znanej koncepcji krzywej Philippsa z wbudowanymi oczekiwaniami inflacyjnymi, proces dezinflacji generuje koszty w postaci utraconego PKB, co w przełożeniu na bardziej zrozumiały język oznacza recesję lub ograniczenie tempa wzrostu PKB i związane z tym koszty ekonomiczne w postaci wzrostu bezrobocia, spadku zysków, spadku płac, wzrostu deficytu budżetowego itp. We współczesnych demokratycznych społeczeństwach skłonienie społeczeństwa do dobrowolnego ponoszenia tych kosztów jest niezwykle trudne, co właśnie jest przyczyną niespójności polityki makroekonomicznej. Inflacja, która obecnie dotyka całą gospodarkę światową, po raz pierwszy stawia ten problem z całkowitą ostrością. Jak nigdy dotąd różnego rodzaju formy wsparcia podmiotów sektora prywatnego są źródłem przedłużającej się inflacji.

Mając na uwadze, że inflacja jest spowodowana złożonym zestawem przyczyn można zastanowić się nad ich klasyfikacją. W literaturze przedmiotu wyodrębnia się kilka grup tych przyczyn, a w związku z tym wyodrębnia się następujące typy inflacji⁴:

1 Nelson E. (2007). Milton Friedman on Inflation, Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Synopses, nr 1/2007.

2 Por. m. in.: Svensson L. E. (1997). Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets. *European economic review*, 41(6), 1111–1146; Bernanke B. S., & Mishkin F. S. (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic perspectives*, 11(2), 97–116.

3 Brimmer A. F., & Sinai A. (1986). The monetary-fiscal policy mix: Implications for the short run. *The American Economic review*, 76(2), 203–208.

4 Williams G. 3 Types Of Inflation And How They Differ, *Forbes Advisor*, Jul 27, 2022.



- a) **inflację popytową**, która ma miejsce wtedy, gdy występuje nierównowaga pomiędzy popytem na dobra i usługi a możliwością ich zaspokojenia przy danych zdolnościach produkcyjnych. W tych warunkach wzrasta presja na ograniczone zasoby czynników produkcji, co powoduje wzrost cen;
- b) **inflację kosztową**, która polega na wzroście kosztów wytwarzania dóbr i usług, które w konsekwencji muszą być zrekompensowane wzrostem cen producenta. Najczęściej przykładem takiej inflacji jest inflacja spowodowana wzrostem cen surowców energetycznych;
- c) **inflację wbudowaną**, która ma miejsce wtedy, gdy konsumenci oczekują utrzymywania się wysokiej inflacji w przyszłości. W celu ochrony dotychczasowego poziomu życia oczekują równoczesnego wzrostu płac, rekompensującego wzrost cen. Rosnące płace powodują wzrost kosztów produkcji a w konsekwencji wzrost cen dóbr i usług. Ten typ inflacji określany jest także mianem spirali płacowo-inflacyjnej.

Powyższa klasyfikacja przyczyn (typów) inflacji ma istotne znaczenie praktyczne, gdyż może determinować działania mające na celu przywrócenie inflacji do pożądanego (dopuszczalnego) poziomu. Jeżeli inflacja ma charakter popytowy, to dezinflacja musi polegać na ograniczaniu popytu, co w praktyce oznacza ograniczanie dochodów (lub wydatków, np. poprzez tworzenie zachęt do oszczędzania) różnych grup społecznych poprzez zastosowanie instrumentów polityki monetarnej (wzrost stóp procentowych) i fiskalnej (wzrost opodatkowania dochodów). Inflacja spowodowana wzrostem kosztów, zwłaszcza kosztów energii i żywności, nie wymaga zastosowania tych instrumentów. Ponieważ ceny poszczególnych dóbr czy usług nie mogą rosnąć w nieskończoność, toteż po ustaniu wzrostu tych cen następuje stabilizacja kosztów producentów oraz cen sprzedawanych przez nich wyrobów i usług, co powoduje spadek inflacji. Inflacja wbudowana (spirala cenowo-inflacyjna) jest najtrudniejszym do opanowania typem inflacji, gdyż wymaga zmiany oczekiwań inflacyjnych, do czego niezbędna jest wiarygodność organów (zwłaszcza banków centralnych) odpowiedzialnych za przeciwdziałanie nadmiernemu wzrostowi cen. W warunkach wysokiej, długotrwałej inflacji wiarygodność tych organów nie może być duża. W istocie rzeczy nawet jeżeli wiarygodność tych organów była wysoka, to w wyniku

nieskutecznych działań antyinflacyjnych może być utracona, a jej przywrócenie wymaga wiele czasu. Wydaje się, że aktualnie mamy do czynienia z utratą wysokiej dotąd wiarygodności banków centralnych, które nie mogą poradzić sobie ze wzrastającą i przedłużającą się inflacją.

1.2. *Great Inflation* jako historyczny przykład wysokiej inflacji oraz procesu dezinflacji

Jak zaznaczaliśmy wcześniej, istota procesów inflacyjnych różni się w zależności od charakteru systemów pieniężnych istniejących w różnych okresach historycznych. W okresie tzw. standardu waluty złotej inflacja praktycznie rzecz biorąc nie występowała⁵. Wprawdzie również w okresie systemów pieniężnych opartych na metalach szlachetnych także zdarzały się okresy inflacji, ale występowały głównie w okresie wojen, kiedy na ogół zawieszano wymienialność pieniądza papierowego na złoto.

Odmierna sytuacja występuje w warunkach pieniądza fiducyjnego, a więc pieniądza tworzonego decyzjami władzy państwowej (banków centralnych). Jak wspominaliśmy wcześniej, powszechny, globalny system takiego pieniądza powstał w wyniku podjętej przez prezydenta USA, Richarda Nixona, w roku 1971 decyzji o zawieszeniu wymienialności amerykańskiego dolara na złoto, kończąc ostatecznie związek pieniądza z tym metalem. Obecnie w żadnym kraju na świecie nie występuje system oparty na złocie.

Teoretycznie rzecz ujmując, system pieniądza fiducyjnego stwarza nieograniczone możliwości jego emisji, a co za tym idzie powstają warunki do niekontrolowanego wzrostu cen. Trzeba jednak podkreślić, że chociaż teoretycznie państwo może emitować nieograniczone ilości pieniądza fiducyjnego, to w praktyce stworzono takie mechanizmy funkcjonowania systemów pieniężnych, które są w stanie skutecznie przeciwdziałać inflacji.

Jak wynika z powyższych uwag, sam charakter pieniądza (towarowy, fiducyjny), jakkolwiek stwarza

5 W XIX wieku, w którym w wysoko rozwiniętych krajach obowiązywał standard waluty złotej inflacja praktycznie rzecz biorąc nie występowała. W USA ceny w tym okresie spadały przeciętnie o 0,4% średniorocznie, w Wielkiej Brytanii o 0,29%.

różne uwarunkowania dla inflacji, nie determinuje jednoznacznie jej poziomu. Zarówno w jednym, jak i drugim przypadku decydujące znaczenie ma szczegółowy system zarządzania pieniędzem (polityki pieniężnej) czy też szerzej polityki makroekonomicznej. Wynika stąd, że przypadki wysokiej inflacji w różnych krajach i w różnych okresach wynikały ze zróżnicowanych uwarunkowań ekonomicznych, politycznych i społecznych.

Występujące w historii przypadki inflacji miały różny charakter. Hiperinflacja w Niemczech czy na Węgrzech była efektem wojen (I i II światowej) i doprowadziła do konieczności całkowitej reformy pieniężnej. Z kolei przypadki inflacji w krajach Ameryki Południowej czy Azji Południowo-Wschodniej były rezultatem kryzysów walutowych. Żaden z tych przypadków nie wykazuje podobieństw do aktualnej sytuacji w USA i w Europie, w tym również w Polsce. Wydaje się, że przypadkiem inflacji, z którego mogą wynikać istotne wnioski dla współczesności, jest tzw. *Great Inflation*, która miała miejsce w latach 1965–1985, i jest dobrze opisana w literaturze. Analiza przyczyn tej inflacji oraz przebiegu procesu dezinflacji wykazuje wiele podobieństw do współczesnej sytuacji, dlatego też pokrótce omówimy najważniejsze kwestie związane z tą inflacją.

Zastanawiając się nad przebiegiem inflacji oraz polityki dezinflacji w USA w okresie *Great Inflation*, skupimy się na tych aspektach, z których mogą wynikać wnioski dla obecnej sytuacji w Polsce. W literaturze poświęconej *Great Inflation* wyodrębnia się kilka uwarunkowań, które wpłynęły na powstanie inflacji, długość okresu jej trwania oraz przebieg polityki antyinflacyjnej⁶. Należą do nich uwarunkowania o charakterze historycznym, ekonomicznym, społecznym, instytucjonalnym czy też politycznym. W analizowanym okresie w społeczeństwie amerykańskim (w tym wśród polityków) żywa była pamięć o doświadczeniach Wielkiego Kryzysu, w trakcie którego gospodarka USA załamała się niemal całkowicie: PKB zmniejszył się w latach 1930–1934 o około 25%, a bezrobocie wzrosło z 3,2% w roku 1929 do 24,9% w roku 1933 i wahało się w granicach 15–20% do wybuchu drugiej wojny światowej. Ponieważ zgodnie z przeważającą opinią jedną z najważniejszych przyczyn tego kry-

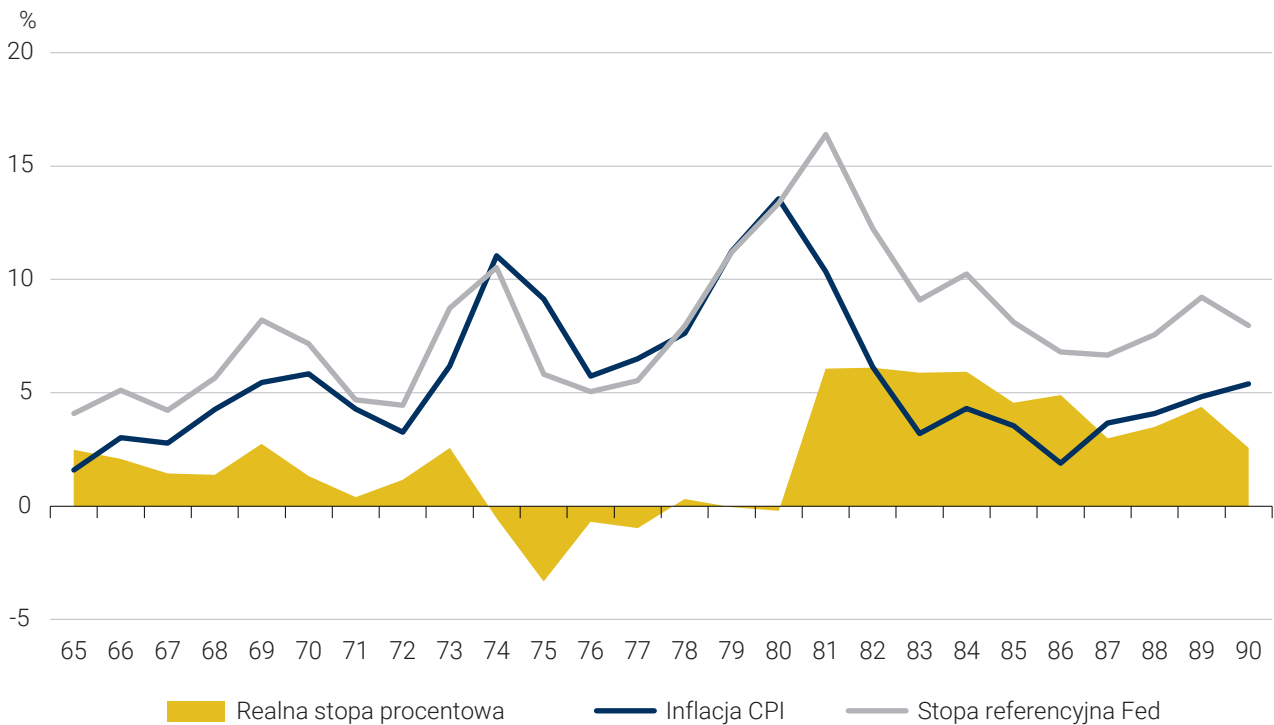
zysu była błędna polityka monetarna, w obawie przed wywołaniem recesji i obarczeniem odpowiedzialności za nią władz monetarnych, System Rezerwy Federalnej (Fed) powstrzymywał się od podejmowania radykalnych działań, co przyczyniło się do utrzymywania się inflacji przez około 20 lat. Co warto podkreślić, dodatkowym czynnikiem, który skłaniał Fed do prowadzenia ostrożnej polityki antyinflacyjnej były obowiązujące od 1913 roku regulacje prawne, zgodnie z którymi na bank centralny nałożono obowiązek realizacji kilku celów (dążenie do wysokiego zatrudnienia, dążenie do zapewnienia stabilności cen oraz zapewnienia stabilności długoterminowych stóp procentowych) bez wskazania, który z tych celów jest najważniejszy. Ponieważ równoczesna realizacja tych celów w określonych warunkach (zwłaszcza w warunkach wysokiej inflacji) jest niemożliwa, toteż bank centralny miał trudności z podejmowaniem właściwych decyzji, co wpływało zarówno na poziom wskaźników inflacji (najwyższy poziom, 14,8%, wskaźnik inflacji osiągnął w marcu 1980 roku), jak i przedłużanie okresu wysokiej dynamiki cen (podwyższona inflacja trwała od połowy lat 60. do połowy lat 80. poprzedniego stulecia).

Obok uwarunkowań instytucjonalnych, istotne znaczenie miały również uwarunkowania polityczne polityki monetarnej, które ograniczały swobodę decyzji banku centralnego. Jak stwierdził prezes zarządu Rezerwy Federalnej, Arthur Burns⁷, polityczne i filozoficzne prądy zapoczątkowane w latach 30. (Wielki Kryzys) stworzyły klimat sprzyjający akceptacji dla podwyższonej inflacji. Ochrona sfery realnej gospodarki była ważniejsza dla władz politycznych (prezydent, Kongres) niż inflacja. Przeprowadzenie skutecznej dezinflacji za pomocą polityki monetarnej nie było w tych warunkach możliwe. Instytucjonalne i polityczne uwarunkowania w analizowanym okresie utrudniały odpowiednią koordynację polityki monetarnej i fiskalnej, która jest niezbędnym warunkiem skutecznej dezinflacji. Przede wszystkim istniała niejasność co do tego, kto ponosi główną odpowiedzialność za politykę antyinflacyjną. Chociaż bank centralny miał świadomość, że dysponuje właściwymi narzędziami umożliwiającymi sprowadzenie inflacji do pożądanego poziomu, to możliwości te nie były wykorzystywane w obawie przed wprowadzeniem gospodarki w stan głębokiej recesji. Polityka pieniężna w latach 60. i 70. była

6 Taylor J. (1992). The Great Inflation, The Great Disinflation, and Policies for Future Price Stability, Reserve Bank of Australia, Conference – 1992.

7 Cytat za: Weise C. L. (2008). Political constraints on monetary policy during the Great Inflation, MPRA Paper No. 8694.

Wykres 1.1. Średnioroczne wartości wskaźników inflacji oraz nominalnej i realnej stopy procentowej w USA w latach 1965–1990



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fed i US Bureau of Labour Statistics.

podporządkowana raczej oddziaływaniu na zmiany cyklu koniunkturalnego oraz bieżącym reagowaniu na zmiany stopy inflacji niż na jej skutecznym przeciwdziałaniu⁸.

Korzystne polityczne uwarunkowania do przeprowadzenia procesu dezinflacji pojawiły się na przełomie lat 70. i 80., kiedy funkcję prezesa Fed w sierpniu 1979 roku objął Paul Volker. Volker wykorzystał sprzyjające okoliczności, jakie powstały po objęciu w roku 1980 funkcji prezydenta USA przez Ronalda Reagana, który był zdecydowanym zwolennikiem gospodarczego liberalizmu. Warto podkreślić, że na przełomie lat 80. i 90. inflacja w USA trwała już od 15 lat, w związku z czym społeczeństwo amerykańskie było zmęczone szybko rosnącymi cenami i było gotowe ponieść koszty dezinflacji. W tej sytuacji również politycy byli skłonni poprzeć antyinflacyjne działania banku centralnego, co złagodziło negatywne, dla procesu dezinflacji, skutki występującego wcześniej braku koordynacji pomiędzy polityką monetarną i fiskalną.

Po objęciu funkcji Volker podjął zdecydowane działania mające na celu ograniczenie inflacji, które sprowadzały się głównie do radykalnych podwyżek stóp procentowych. Chociaż, co należy podkreślić, znaczące podwyżki stóp procentowych były dokonywane także wcześniej, to miały one raczej charakter krótkookresowej reakcji na wahania koniunktury i towarzyszący im wzrost inflacji i były wycofywane po osłabieniu koniunktury gospodarczej i przejściowym spadku inflacji. Sytuacja taka wystąpiła np. w roku 1973 i 1974, kiedy, także pod wpływem pierwszego kryzysu naftowego, inflacja wzrosła do ponad 10%. Wówczas Fed podniósł stopę funduszy federalnych do maksymalnego poziomu 14,33% w roku 1974, a następnie, już w roku 1975, ponownie obniżył je do poziomu od 5 do 6,5%, mimo że inflacja cały czas utrzymywała się na podwyższonym poziomie, przekraczając w roku 1979 10% (w grudniu 1979 roku wskaźnik inflacji wzrósł do 13,3%, a średnia dla całego roku wynosiła 11,3%), co w znacznej części było spowodowane tzw. drugim szokiem naftowym z 1979 roku, który spowodował kolejny wysoki wzrost cen ropy.

Po objęciu stanowiska prezesa Paul Volker rozpoczął bardziej konsekwentną politykę, której celem było sprowadzenie na trwałe inflacji do niskiego

⁸ Weise C. L. (2012). Political pressures on monetary policy during the US Great Inflation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), 33–64.

poziomu. W roku 1979 stopa funduszy federalnych została podniesiona do maksymalnego poziomu 17,6%, w roku 1980 do 22%, a w roku 1981 do 22,36%. Po tym okresie stopy zostały znacząco obniżone (do 11,2% w roku 1983), chociaż w sytuacji, gdy inflacja zaczęła ponownie rosnąć lub też tempo wzrostu PKB przekraczało tempo potencjalne następował ich wzrost. Generalnie Fed pod kierownictwem Volkera prowadził konsekwentną politykę antyinflacyjną, w wyniku której nastąpiło trwałe obniżenie inflacji do poziomu około 2,5–3,5% na początku lat 90.

Przedstawione na wykresie dane dotyczące kształtowania się średniej rocznej inflacji i średniej rocznej wartości stopy procentowej Fed (*Fed funds rate*) wskazują na istotną zmianę strategii polityki pieniężnej po 1980 roku. O ile w latach 1965–1980 polityka pieniężna reagowała *ad hoc* na pojawiające się przypadki wzrostu i spadku inflacji, to po roku 1980 widzimy zdecydowanie wyprzedzające działania Fed. W tym pierwszym okresie poziom stopy procentowej był zbliżony do poziomu stopy inflacji, natomiast po 1980 roku stopa funduszy federalnych była zdecydowanie wyższa niż stopa inflacji, co pozwoliło także na utrzymywanie dodatniego, relatywnie wysokiego poziomu realnej stopy procentowej. Wpłynęło to również na prywatne oszczędności. W kluczowym dla przebiegu dezinflacji okresie stopa oszczędności zwiększyła się z 9,7% w roku 1979 do ponad 13% w na przełomie 1981 i 1982 roku. Wskazuje to, że dla skutecznego procesu dezinflacji istotne znaczenie ma także poziom realnej stopy procentowej. Warto podkreślić, że w trakcie ostatnich kilkunastu lat w USA przeważały okresy ujemnych realnych stóp procentowych, których poziom w ostatnich dwóch latach jest szczególnie niepokojący. W roku 2021 realna stopa procentowa była ujemna i wynosiła -4,6%, a w roku 2022 już -6,9%. Towarzyszył temu spadek stopy oszczędności, która od połowy 2021 roku zmniejszyła się z około 10% do około 3,5% w drugiej połowie 2022 roku. Te dane wskazują, że zastanawiając się na przyczynach inflacji oraz skutecznością polityki antyinflacyjnej, nie można pomijać poziomu realnej stopy procentowej. Jak widać na wykresie 1.1, spadkowi realnej stopy procentowej towarzyszył wzrost inflacji; inflacja zaczęła spadać wtedy, gdy realne stopy procentowe przyjęły wartości dodatnie.

Trzeba jednak podkreślić, że polityka dezinflacji spowodowała istotne koszty w postaci zdecydowanego obniżenia tempa wzrostu PKB oraz wzrostu bezro-

bocia. W latach 1980 i 1982 gospodarka amerykańska popadła w recesję ze spadkiem PKB (w roku 1980 o 0,26%, a w roku 1982 o 1,8%), natomiast stopa bezrobocia wzrosła istotnie (do 7,2% w roku 1980, 8,5% w roku 1981 i do 10,8% w roku 1982), podczas gdy wcześniej na ogół nie przekraczała 6%. W kolejnych latach dynamika PKB wzrosła, natomiast bezrobocie spadło. W oparciu o te dane możemy sformułować istotny wniosek: szybka dezinflacja pociąga za sobą określone koszty ekonomiczne i społeczne, z kolei brak zdecydowanych działań prowadzi do utrwalenia i przedłużania się inflacji.

Analizując przyczyny oraz przebieg *Great Inflation*, należy zwrócić uwagę na czynniki leżące po stronie polityki fiskalnej. W roku 1965 prezydent USA Lyndon B. Johnson rozpoczął wdrażanie na szeroką skalę programów, określanych jako *Great Society*, których głównym celem było całkowite wyeliminowanie ubóstwa oraz niesprawiedliwości rasowej. Wprowadzone wówczas programy obejmowały m.in. reformy w zakresie finansowania ochrony zdrowia, systemu zabezpieczeń społecznych, reform szkolnictwa, dofinansowanie kultury itp. Realizacja tych programów wymagała zwiększenia wydatków budżetowych. Trzeba jednak podkreślić, że chociaż w ujęciu nominalnym wydatki budżetu oraz deficyty budżetowe wzrosły istotnie, to finansowe skutki tych reform nie pogorszyły sytuacji fiskalnej USA – wręcz przeciwnie, w latach 1966–1980 relacja długu rządu federalnego do PKB spadła z około 40 do 30%, mimo że oprócz wydatków socjalnych sektor finansów publicznych został także obciążony kosztami wojny w Wietnamie. Decyzje te, ze względu na trwałe obciążenie budżetu dodatkowymi wydatkami, prawdopodobnie wpłynęły jednak na wzrost oczekiwań inflacyjnych, co utrudniało przeciwdziałanie inflacji w kolejnych latach analizowanego okresu.

Na podstawie powyższych rozważań można sformułować kilka istotnych, dla naszych dalszych rozważań, wniosków.

Po pierwsze, zdecydowana polityka antyinflacyjna pociąga za sobą określone koszty w postaci spadku PKB oraz wzrostu bezrobocia. Przeprowadzenie takiej dezinflacji wymaga określonych postaw społecznych – społeczeństwo musi być przekonane, że koszty te warto ponieść, aby uwolnić się od uciążliwej inflacji.

Po drugie, przeprowadzenie dezinflacji wymaga odpowiedniego współdziałania rządu i władz mone-

tarnych, do czego konieczne jest istnienie jasnego podziału kompetencji i odpowiedzialności między rządem (parlamentem) i bankiem centralnym.

Po trzecie, polityka dezinflacji musi być konsekwentna. Brak tej konsekwencji może prowadzić do ciągłych wzrostów i spadków inflacji przy równoczesnym wzroście przeciętnego poziomu stopy inflacji. Oznacza to, że koszty związane z okresowymi podwyżkami stóp procentowych są bezpowrotnie tracone.

Po czwarte, brak konsekwencji w polityce antyinflacyjnej prowadzi do przedłużania okresu inflacji i sprzyja ugruntowaniu się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, które utrudniają ograniczenie tempa inflacji.

Po piąte, czynnikiem wpływającym na inflację jest poziom realnej stopy procentowej. Dodatnia realna stopa procentowa jest ważnym czynnikiem wpływającym na przebieg procesu dezinflacji.

1.3. Mechanizmy ograniczania inflacji i jej społecznych skutków

1.3.1. Instrumenty banku centralnego

Według podstawowych koncepcji polityki makroekonomicznej wypracowanych w drugiej połowie XX wieku podstawowym narzędziem oddziaływania na poziom inflacji jest polityka monetarna, która jest prowadzona przez niezależne banki centralne. Przyjmuje się przy tym, że podstawowym instrumentem oddziaływania banków centralnych na poziom inflacji jest polityka krótkoterminowych stóp procentowych, której celem jest ukształtowanie krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym na poziomie zbliżonym do poziomu podstawowej stopy polityki pieniężnej (stopy referencyjnej). Mówiąc najogólniej, bank centralny (Rada Polityki Pieniężnej) podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych, kierując się dwoma zasadniczymi przesłankami: poziomem stopy inflacji oraz tzw. luką PKB. W tym systemie banki centralne ogłaszają poziom tzw. celu inflacyjnego, a więc wyrażonego ilościowo, pożądanego wskaźnika inflacji, najczęściej z dopuszczalnym poziomem odchylenia od przyjętego celu. Jeżeli inflacja odchyli się od wyznaczonego celu inflacyj-

nego, to może to stanowić przesłankę do zmiany parametrów polityki pieniężnej (wzrost lub spadek stóp procentowych). Warto przy tym podkreślić, że nie każde odchylenie rzeczywistej inflacji od celu inflacyjnego stanowi uzasadnienie dla zmiany poziomu stóp procentowych. W szczególności banki centralne starają się ustalić, jaka jest przyczyna odchylenia inflacji od celu inflacyjnego. Najogólniej rozróżnia się tzw. inflację podażową i inflację popytową. Przez inflację podażową najczęściej rozumie się inflację spowodowaną wzrostem cen energii i żywności, które są ustalane na rynkach światowych, w związku z czym polityka pieniężna, zwłaszcza krajów małych i średnich, nie ma wpływu na ich poziom, a tym samym reakcja polityki pieniężnej na taką inflację jest bezskuteczna.

Inaczej sytuacja wygląda w przypadku tzw. inflacji popytowej, a więc inflacji spowodowanej nadmiernym popytem na dobra i usługi w stosunku do możliwości ich zaspokojenia. W tym przypadku zmiana parametrów polityki pieniężnej, zwłaszcza zmiana poziomu stóp procentowych może przyczynić się do ograniczenia inflacji, poprzez ograniczenie popytu krajowego.

Należy jednak podkreślić, że zmiany parametrów polityki pieniężnej (podwyżki stóp procentowych) są trudne do wprowadzenia ze względów społecznych i politycznych. Dotyczy to zwłaszcza kredytów hipotecznych zaciągniętych wcześniej i oprocentowanych według zmiennych stóp procentowych. Jeżeli kredyty te były zaciągane w warunkach niskich (bliskich zera) stóp procentowych, a konieczne podwyżki są wysokie (rzędu kilku czy kilkunastu punktów procentowych), to wprowadzenie takich podwyżek napotka opór społeczny lub też podejmowane mogą być działania mające na celu zablokowanie mechanizmu transmisji podwyżek stóp procentowych banku centralnego na stopy oprocentowania kredytów. W tej sytuacji podwyżki stóp procentowych banku centralnego tracą ekonomiczny sens.

Wprawdzie problem jest nieco łatwiejszy w przypadku nowych kredytów, ale również nie można pominąć faktu, że wcześniej zaciągnięte kredyty były nisko oprocentowane, często realna stopa ich oprocentowania była głęboko ujemna, co oznaczało transfer zasobów od oszczędzających do kredytobiorców. Utrzymywanie tego stanu w sztuczny sposób, np. poprzez zablokowanie poziomu WIBOR wykorzystywanego do naliczania odsetek, oznaczałoby dalszy nieuzasadniony transfer zasobów pomiędzy tymi dwoma grupami uczestników pro-



cesu gospodarowania. Uważamy, że problem ten powinien być negocjowany pomiędzy głównymi jego interesariuszami: kredytobiorcami, oszczędzającymi oraz bankami udzielającymi kredytów.

1.3.2. Instrumenty władz fiskalnych

Analizując fiskalne instrumenty ograniczania inflacji, warto podkreślić, że pod tym pojęciem (polityki antyinflacyjnej) najczęściej rozróżnia się dwie grupy działań. Pierwsza grupa obejmuje instrumenty mające na celu ograniczenie inflacji, zaś druga na rekompensowaniu skutków wzrostu cen różnym grupom społeczeństwa lub całemu społeczeństwu. Nie wymaga specjalnego dowodu stwierdzenie, że jedynie pierwsza grupa wpływa na poziom inflacji, z kolei grupa druga w istocie rzeczy nie przyczynia się do ograniczenia inflacji, wręcz przeciwnie w konkretnych okolicznościach może być czynnikiem neutralizującym antyinflacyjne działania władz monetarnych lub części działań władz fiskalnych.

Teoretycznie rzecz biorąc, władze fiskalne w warunkach wysokiej inflacji powinny podejmować działania mające na celu ograniczenie globalnego popytu. Najbardziej skutecznymi byłyby podwyżki podatków lub też ograniczenie wydatków socjalnych państwa. Trzeba jednak podkreślić, że współczesne demokratyczne państwa mają ograniczone możliwości stosowania takich instrumentów. W praktyce można mówić o poprawie równowagi sektora finansów publicznych poprzez ograniczenie deficytu budżetowego, niekoniecznie poprzez ograniczanie wydatków socjalnych państwa. Każde ograniczenie wydatków (globalnego popytu w gospodarce) przyczynia się do zmniejszenia presji inflacyjnej, a w konsekwencji także samej inflacji. W warunkach inflacji popytowej bez zmniejszenia popytu inflacji ograniczyć nie można, chyba że bank centralny posiada wysoki stopień wiarygodności i może skutecznie wpływać na oczekiwania inflacyjne.

Realne społeczno-polityczne uwarunkowania inflacji w praktyce uniemożliwiają podejmowanie radykalnych fiskalnych środków przeciwdziałania inflacji. Oprócz wspomnianego wyżej ograniczania ogólnego deficytu budżetowego, zasadnicze znaczenie ma podejście do rekompensowania skutków inflacji dla społeczeństwa. Współcześnie niemal wszystkie wysokorozwinięte gospodarczo kraje świata podejmują działania mające zrekom-

pensować społeczeństwu (wybrany grupom społecznym) skutki rosnących cen. Problem polega na tym, aby rekompensaty nie miały powszechnego charakteru i nie rekompensowały w pełni tych skutków, gdyż w tych warunkach inflacja nie ustąpi. Oznacza to, że rekompensaty powinny być kierowane do najsłabszych grup społecznych, dla których inflacja jest zagrożeniem dla zaspokajania podstawowych potrzeb.

Podejście do procesu rekompensowania skutków wzrostu cen powinno również uwzględniać przyczyny inflacji. W przypadku inflacji spowodowanej jednorazowymi szokami podażowymi, zasadniczo rzecz biorąc, skutki wzrostu cen mogą być rekompensowane w całości i dotyczyć ogółu społeczeństwa. Wynika to z założenia, że szoki podażowe ustępują wcześniej czy później, a w ślad za tym inflacja (nie poziom cen) zmniejsza się.

Trzeba także podkreślić, że w warunkach inflacji, której przyczyny nie ograniczają się do szoków podażowych, niektóre działania polityki fiskalnej, np. obniżki podatków pośrednich, nie tylko prowadzą do nawrotów inflacji, gdy obniżki te zostaną wycofane, ale również mogą prowadzić do zwiększenia inflacji bazowej. Wynika stąd, że środki „zaoszczędzone” w wyniku obniżki stawek VAT np. na energię mogą być przeznaczane na zakup innych dóbr, powodując wzrost ich cen.

Reasumując powyższe uwagi, możemy stwierdzić, że dezinflacja jest złożonym procesem ekonomicznym, społecznym i politycznym. Uwarunkowania te powodują, że przeprowadzenie dezinflacji jest niezwykle trudne, zwłaszcza jeżeli chodzi o jej fiskalne narzędzia, co może powodować przedłużanie się okresu podwyższonej inflacji, co, w warunkach podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, może być dodatkową przeszkodą w obniżaniu wysokiej dynamiki cen.

1.3.3. Polityka strukturalna

Trzecią grupę narzędzi polityki antyinflacyjnej są narzędzia zaliczane do tzw. ekonomii podaży, które generalnie polegają na tworzeniu warunków do podejmowania racjonalnych decyzji ekonomicznych, skłaniających zwłaszcza do intensyfikowania działalności inwestycyjnej. Składają się na nie głównie narzędzia regulacyjne, zwiększające przejrzystość i stabilność procesów gospodarowania. Należą do nich zwłaszcza: stabilny system prawny regulujący



prowadzenie działalności gospodarczej, stabilny system podatkowy, regulacje dotyczące konkurencyjności gospodarki, funkcjonowania rynku pracy, przejrzystość funkcjonowania sektora bankowego i finansów publicznych.

Ograniczanie inflacji za pomocą wymienionych wyżej działań jest o tyle istotne, że w odróżnieniu od instrumentów monetarnych i fiskalnych działania z zakresu ekonomii podaży nie pociągają za sobą negatywnych skutków społecznych. Wręcz przeciwnie, skłaniając do podejmowania efektywnych ekonomicznie i społecznie przedsięwzięć, mogą, oprócz pozytywnego oddziaływania na inflację, sprzyjać realizacji innych celów ekonomicz-

nych czy społecznych. Np. system skłaniający do inwestowania w odnawialne źródła energii może prowadzić nie tylko do spadku cen energii, a tym samym inflacji, ale także przyczynić się do poprawy jakości środowiska naturalnego (spadek emisji gazów cieplarnianych).

Istniejący system instytucjonalny gospodarki powinien umożliwiać realizację różnych celów. Z punktu widzenia tematu tego opracowania najważniejszym jest, aby system ten stwarzał odpowiednie bodźce i warunki do prowadzenia działalności inwestycyjnej, która ma zasadnicze znaczenie dla przebiegu procesów inflacyjnych. Istotna część czynników wpływających na inflację ma przyczyny strukturalne.

Rozdział II. Przebieg inflacji w Polsce w latach 2019–2022 na tle innych krajów



2.1. Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych w Polsce (CPI) i w strefie euro (HICP)

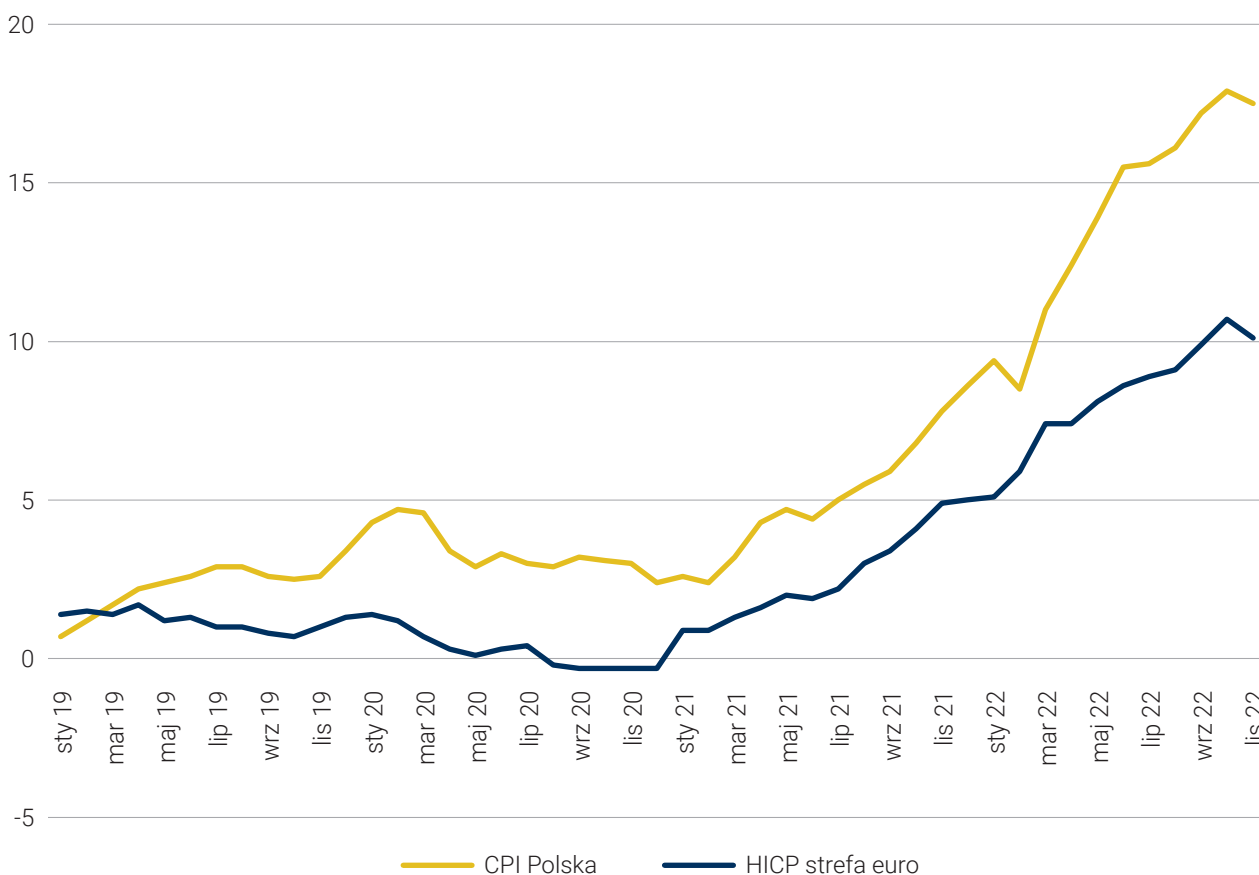
Dyskusja na temat inflacji oraz jej przyczyn generalnie związana jest z pandemią COVID-19 oraz działaniami zbrojnymi w Ukrainie. Przyjmuje się, że w związku z pandemią COVID-19 zerwane zostały łańcuchy dostaw, co spowodowało braki wielu komponentów (zwłaszcza półprzewodników) do produkcji wielu wyrobów, a w konsekwencji także wzrost ich cen oraz wzrost ogólnego wskaźnika inflacji (CPI). Ponadto w wyniku różnego rodzaju pakietów ograniczających skutki pandemii dla gospodarki wprowadzonych przez wiele wysoko rozwiniętych (i nie tylko) krajów przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe zostały zasilone z funduszy publicznych poważnymi zasobami pieniędzy, które po ustąpieniu pandemii zostały wydatkowane, przyczyniając się do wzrostu inflacji. Z kolei najważniejszą konsekwencją wojny w Ukrainie jest załamanie runku surowców energetycznych jako następstwo embarga nałożonego przez wy-

soko rozwinięte kraje na import surowców energetycznych w z Rosji.

Jak wiadomo pandemia COVID-19 rozpoczęła się na przełomie 2019 i 2020 roku. Rok 2019 może zatem być traktowany jako ostatni rok przed pandemią, a zatem może stanowić swego rodzaju punkt wyjścia do analizy tego, co działo się z cenami od 2020 roku. Warto przy tym podkreślić, że do lipca 2021 roku w większości krajów wysoko rozwiniętych inflacja kształtowała się na niskim poziomie. Np. w strefie euro HICP dopiero w lipcu 2021 roku przekroczył 2%. Nieco inaczej procesy inflacyjne przebiegały w polskiej gospodarce, w której przyspieszony wzrost cen zaczął się znacznie wcześniej. Cel inflacyjny NBP został przekroczony już w lipcu 2019 roku. Kształtowanie się wskaźnika inflacji w Polsce na tle krajów strefy euro przedstawiono na wykresie 2.1.

Chociaż generalne trendy inflacji w Polsce i w strefie euro są podobne, to jednak bardziej szcze-

Wykres 2.1. Inflacja w Polsce (CPI) i strefie euro (HICP) w latach 2019–2022 (listopad)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i Eurostat.



główna analiza pozwala zauważyć wiele różnic w przebiegu tych ważnych dla każdej gospodarki procesów. Na początku analizowanego okresu (styczeń 2019) inflacja w Polsce i strefie euro była bardzo niska – około 1% r/r. W Polsce wskaźnik ten wynosił 0,7%, a w strefie euro 1,4%, tak więc inflacja w strefie euro była dwukrotnie wyższa niż w Polsce, chociaż nie przekraczała przyjętego przez EBC celu inflacyjnego (2%). Inflacja w strefie euro utrzymywała się na relatywnie niskim poziomie (1,7%) do kwietnia 2019 roku, po czym rozpoczął się wielomiesięczny jej spadek. W grudniu 2020 roku w strefie euro wystąpiła deflacja (ceny spadły o 0,3%). Po grudniu 2020 roku ceny w strefie euro ponownie zaczęły rosnąć i ten trend utrzymuje się do dzisiaj.

W Polsce wzrostowy trend inflacji utrzymywał się już od początku analizowanego okresu (styczeń 2019 roku). Poza przejściowym spadkiem wskaźnika CPI (pomiędzy sierpniem a listopadem z 2,9% do 2,6%) inflacja rosła bardzo szybko i w lutym 2020 roku wskaźnik inflacji osiągnął 4,7%, a więc niemal dwukrotnie więcej niż wynosi cel inflacyjny NBP. Od marca 2020 roku, w związku z wprowadzonymi ograniczeniami kontaktów społecznych i działalności gospodarczej, inflacja, podobnie jak w strefie euro, zaczęła ponownie spadać, osiągając minimalny poziom (2,4%) w grudniu 2020 i lutym 2021 roku. Po czym, podobnie jak w strefie euro, zaczęła ponownie rosnąć i ta tendencja utrzymuje się do dzisiaj.

Podsumowując powyższe rozważania, można stwierdzić, że zasadnicza różnica pomiędzy przebiegiem inflacji w Polsce i strefie euro dotyczy początku analizowanego okresu, a więc od stycznia 2019 roku do wybuchu pandemii (marzec 2020 roku). Inflacja w Polsce rosła dynamicznie przez cały rok 2019 i w pierwszym kwartale 2020 roku, osiągając, jak zaznaczono wcześniej, 4,7% (w lutym). Trudno zrozumieć, dlaczego eksperci NBP nie zauważyli tego faktu i dlaczego RPP nie podjęła oczywistych w tych warunkach decyzji. Podniesienie stóp procentowych w listopadzie czy grudniu 2019 roku przyczyniłoby się do spadku inflacji na początku lub w kolejnych miesiącach 2020 roku, co stwarzałoby większą przestrzeń do obniżek stóp procentowych po wybuchu pandemii. Niższa inflacja w początkowym okresie pandemii tworzyłaby niższy punkt startu dla popandemicznego wzrostu inflacji, co obniżyłoby ścieżkę inflacji, która szybko zaczęła rosnąć od marca 2021 roku.

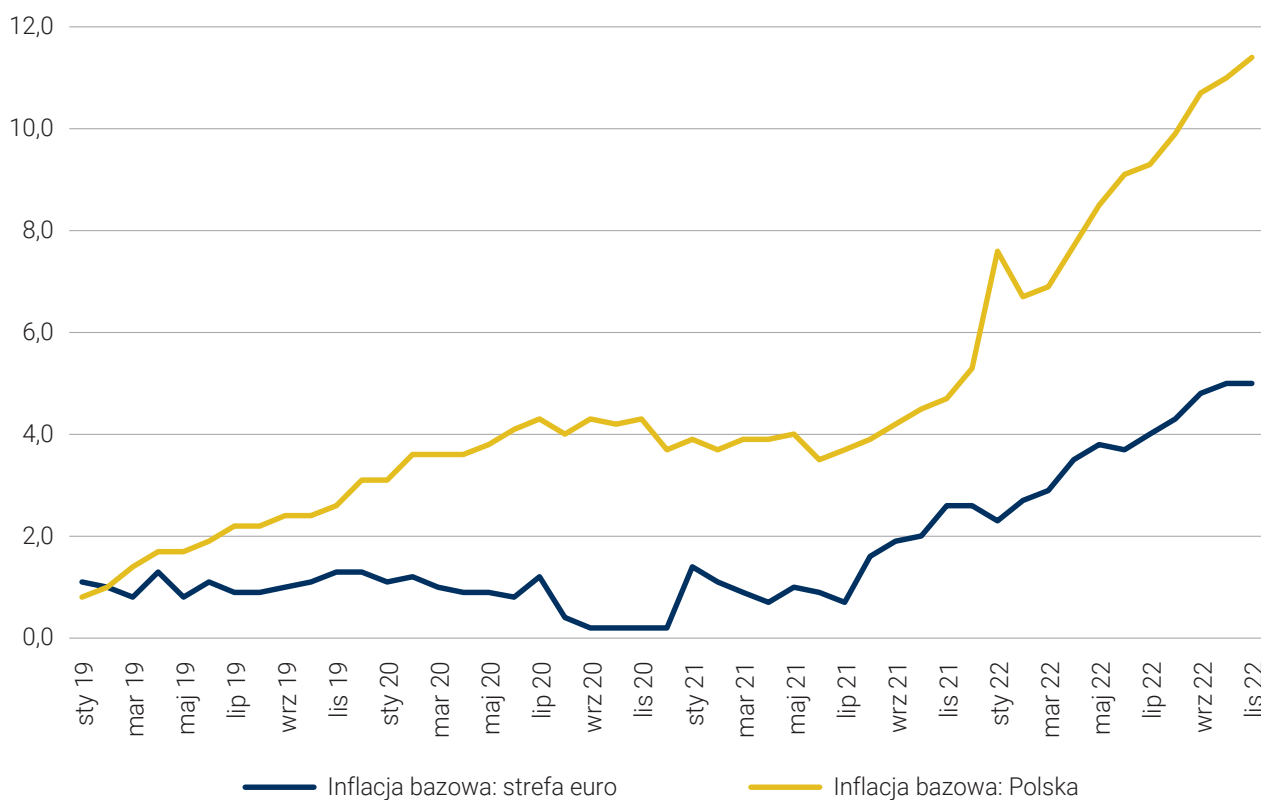
2.2. Inflacja bazowa w Polsce i strefie euro

Analizując przebieg inflacji w Polsce, warto odwołać się do pojęcia inflacji bazowej. W praktyce banki centralne posługują się kilkoma miarami inflacji bazowej, różniącymi się zawartością informacyjną. W tym opracowaniu skoncentrujemy się na najważniejszej z miar inflacji bazowej, a mianowicie inflacji z wyłączeniem cen energii i żywności. Kształtowanie się tego wskaźnika w Polsce i krajach strefy euro przedstawiono na wykresie 2.2.

Przebieg inflacji bazowej w Polsce i strefie euro jest do pewnego stopnia podobny do przebiegu inflacji dóbr i usług konsumpcyjnych. Podobnie jak w przypadku CPI/HICP wskaźniki inflacji bazowej były w styczniu 2019 roku na bardzo niskim poziomie (0,8% w Polsce i 1,2% w strefie euro). Jednakże inflacja bazowa w Polsce rosła systematycznie do lipca 2020 roku, kiedy osiągnęła poziom 4,3%, po czym nieznacznie wahała się wokół 4% do lipca 2021 roku. W lipcu 2021 roku rozpoczął się ponowny szybki wzrost inflacji bazowej, która w październiku 2022 wyniosła 11,0%.

Inflacja bazowa w strefie euro utrzymywała się na niskim, nieprzekraczającym 2% poziomie do września 2021 roku, po czym, podobnie jak w Polsce, zaczęła relatywnie szybko rosnąć, osiągając w październiku 2022 roku 6,4%.

Analizując powyższe wykresy można zauważyć, że sytuacja w zakresie inflacji cen dóbr i usług konsumpcyjnych oraz inflacji bazowej pomiędzy Polską a strefą euro zaczęła się różnicować istotnie już w pierwszym kwartale 2019 roku. O ile jeszcze w styczniu wskaźniki inflacji konsumenckiej i inflacji bazowej były podobne w Polsce i strefie euro, to w kolejnych miesiącach zwiększały się różnice pomiędzy tymi wskaźnikami. Inflacja bazowa w Polsce przekroczyła 2,5% (2,6%) w listopadzie 2019 roku a w następnych kilku miesiącach wzrosła do około 4%, oscylując następnie wokół tego poziomu do września 2021 roku, po czym nastąpił dalszy szybki wzrost. Z kolei inflacja bazowa w strefie euro utrzymywała się na relatywnie niskim poziomie (poniżej 2%) do września 2021 roku, po czym także nastąpił jej szybki wzrost. Konkludując, trzeba stwierdzić, że przyspieszenie inflacji (w tym bazowej) w Polsce nastąpiło około dwa lata wcześniej niż w strefie euro. Wzrost inflacji bazowej, zarówno w Polsce, jak i strefie euro na jesieni 2021 roku miał zasadniczo odmienny punkt startu. W październiku 2021 roku inflacja bazowa w strefie euro wynosiła 2,1%, nato-

Wykres 2.2. Inflacja bazowa w Polsce i strefie euro w latach 2019–2022


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i Eurostat.

miast w Polsce 4,5%, a więc była ponad dwukrotnie wyższa. Od października 2021 roku do października 2022 roku inflacja bazowa wzrosła z 4,5% do 11,0%, a więc o 6,5 punktu procentowego. W tym samym czasie inflacja bazowa w strefie euro wzrosła do 6,4%, a więc o 4,4 punkty procentowe. Uwzględniając te dane możemy stwierdzić, że inflacja bazowa od jesieni 2021 roku, od kiedy nastąpiło zdecydowane przyspieszenie procesów inflacyjnych, wzrosła w Polsce o połowę szybciej niż w strefie euro.

Podsumowując ten fragment analizy, możemy stwierdzić, że w Polsce inflacja bazowa zaczęła rosnąć już w 2019, a więc zarówno przed pandemią, jak wojną w Ukrainie. Obserwując wskaźnik inflacji bazowej, możemy stwierdzić, że od listopada 2019 roku, kiedy wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej przekroczyły poziom celu inflacyjnego, presja inflacyjna w polskiej gospodarce nie słabła. Przejściowy spadek wskaźnika CPI do poziomu celu inflacyjnego na przełomie 2020 i 2021 roku wynikał z ograniczeń kontaktów społecznych i działalności gospodarczej wprowadzonych w związku z pandemią COVID-19 oraz ze spadku cen paliw, jaki miał miejsce w okresie najostrzejszej fazy pandemii. Kon-

trakty terminowe na dostawę ropy naftowej w roku 2020 osiągały wartości ujemne. Ceny ropy naftowej WTO w kontraktach terminowych na maj 2020 roku kształtowały się na poziomie minus 37 dolarów. Gdyby nie te anomalie rynkowe, to wskaźnik CPI w Polsce, który w listopadzie 2019 roku przekroczył 2,5%, utrzymywałby się nieprzerwanie powyżej tego poziomu do dziś. Oznacza to, że bank centralny w okresie od końca 2019 roku do października 2021 roku nie dostrzegał narastającej presji inflacyjnej, a podjęte w październiku 2021 roku decyzje o podwyżkach stóp procentowych należy uznać za zdecydowanie zbyt późne i niewystarczające w warunkach wysokiej presji inflacyjnej.

Można postawić pytanie, jaki jest wpływ inflacji bazowej na wskaźnik CPI, gdyż w tym zakresie poglądy są istotnie zróżnicowane. NBP oraz rząd przyjmują, że zasadnicze znaczenie ma inflacja wynikająca ze wzrostu cen energii i żywności, co oznacza, że w istocie rzeczy w gospodarce brak jest presji popytowej. Udzielenie odpowiedzi na to pytanie jest trudne, niemniej podejmiemy próbę odpowiedzi na nie, posługując się różnicą pomiędzy inflacją (CPI) w Polsce oraz inflacją w strefie euro (HICP) oraz różnicą po-

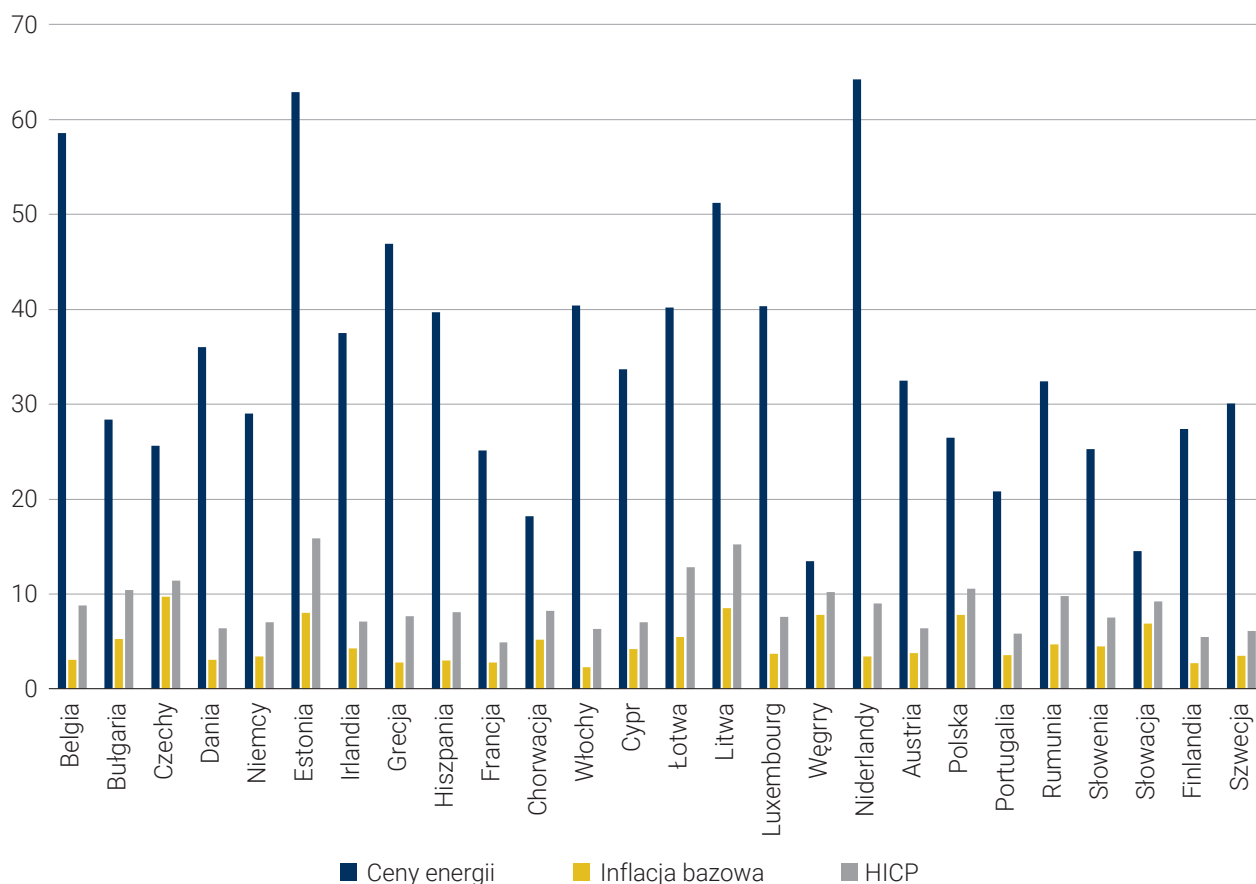


między inflacją bazową w Polsce a inflacją bazową w strefie euro. Jak wiadomo, zarówno inflacja CPI w Polsce, jak i inflacja bazowa są znacznie wyższe niż odpowiednie wskaźniki dla strefy euro. Ponieważ dane miesięczne dotyczące tych wskaźników ulegają znacznym wahaniom, często różnokierunkowym, toteż dla wyeliminowania tych wahań posłużymy się średnią z analizowanego okresu, tj. od stycznia 2019 roku do października 2022 roku. W tym okresie średni wskaźnik CPI w Polsce wynosił 5,8%, natomiast wskaźnik inflacji bazowej 4,5%. Z kolei dla strefy euro wskaźniki te kształtowały się odpowiednio na poziomie 2,8% i 1,9%. Na podstawie tych danych możemy stwierdzić w uproszczeniu, że średnio w analizowanym okresie inflacja bazowa w Polsce odpowiadała za około 80% wskaźnika CPI, natomiast w UE za około 60%. Trzeba jednak pamiętać, że mówimy o średnich z analizowanego okresu – w poszczególnych latach czy miesiącach tego okresu relacje te zmieniały się. Zarówno w Polsce, jak i w strefie euro po wybuchu wojny w Ukrainie ceny energii i żywności w większym

stopniu wpływały na poziom ogólnego wskaźnika inflacji. Niemniej przytoczone wyżej średnie w sposób wyraźny wskazują na różnice co do przebiegu procesów inflacyjnych w Polsce i w strefie euro, zarówno jeżeli chodzi o tempo, jak i przyczyny wzrastającego poziomu cen. W strefie euro średni wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych nieznacznie (o 0,8 punktu procentowego) przekraczał poziom celu inflacyjnego, podczas gdy w Polsce średni wskaźnik CPI był ponad dwukrotnie (5,8%) wyższy od celu inflacyjnego.

Omawiane wyżej dane dotyczące podstawowego wskaźnika inflacji (CPI/HICP) oraz inflacji bazowej pozwalają stwierdzić, że jakkolwiek w krajach o wyższym poziomie inflacji (CPI) także wskaźniki inflacji bazowej kształtują się na wyższym poziomie, to nie można mówić o zależności liniowej, co wynika głównie z różnic w poziomie i dynamice cen energii w poszczególnych krajach. Przyspieszenie wzrostu cen energii, które miało miejsce w drugiej połowie 2021 roku, dotyczyło wprawdzie wszystkich krajów,

Wykres 2.3. Średnie tempo wzrostu cen energii, inflacji bazowej i HICP w okresie od października 2021 do września 2022 roku w krajach UE (m/m -12)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.



jednakże wskaźniki wzrostu tych cen były istotnie zróżnicowane, w związku z czym zróżnicowane są także poziomy ogólnego wskaźnika inflacji, co ilustruje wykres 2.3.

Na podstawie analizy danych zamieszczonych na wykresie 2.3 można sformułować kilka wniosków mających istotne znaczenie dla analizy prowadzonej w tym opracowaniu.

Po pierwsze, tempo wzrostu analizowanych wskaźników w poszczególnych krajach było zróżnicowane. Od października 2021 roku do sierpnia 2022 tempo wzrostu cen energii waha się od 13,5% na Węgrzech do 64,2% w Niderlandach; tempo wzrostu inflacji bazowej od 2,3% we Włoszech do 9,7% w Czechach; z kolei tempo wzrostu HICP od 4,9% we Francji do 15,9% w Estonii.

Po drugie, spośród 10 krajów UE o najwyższym poziomie wskaźników HICP dziewięć należy równocze-

śnie do 10 państw o najwyższym poziomie inflacji bazowej. Z kolei spośród 10 krajów o najwyższym tempie wzrostu cen energii cztery należą do grupy 10 państw o najwyższej inflacji HICP.

W oparciu o powyższe dane możemy stwierdzić, że na poziom wskaźnika inflacji (HICP) w większym stopniu wpływa inflacja bazowa niż ceny energii. Oznacza to równocześnie, że inflacji w strefie euro, tak jak w Polsce, nie da się ograniczyć bez działań mających na celu ograniczenie popytu. W szczególności konieczne będzie zaostrzenie polityki pieniężnej (wzrost stóp procentowych), jak ograniczenie różnego rodzaju form wsparcia dla gospodarstw domowych mających na celu zrekompensowanie skutków wzrostu cen. W Polsce, w której wskaźniki inflacji bazowej są znacznie wyższe niż w strefie euro, a równocześnie rząd uruchamia kolejne programy wsparcia dla gospodarstw domowych i firm, proces przywracania inflacji do poziomu celu będzie dłuższy i bardziej bolesny niż w strefie euro.

Rozdział III. Skuteczność polityki antyinflacyjnej w Polsce



Ograniczenie inflacji, wbrew niektórym sądom, nie dokona się samorzutnie. W tym rozdziale postaramy się dokonać oceny skuteczności polityki antyinflacyjnej prowadzonej w Polsce do chwili obecnej (tj. wg stanu na koniec października 2022 roku) oraz zastanowić się, jakie działania byłyby konieczne, aby skutecznie ograniczyć szybko rosnącą inflację w przyszłości. Jak wskazywaliśmy wcześniej, działania antyinflacyjne można podzielić na trzy zasadnicze grupy:

- a) działania z zakresu polityki monetarnej, zwłaszcza polityka stóp procentowych, których wzrost powoduje wzrost rynkowych stóp procentowych, a w konsekwencji wzrost kosztów oprocentowania kredytów oraz związany z tym spadek popytu na kredyt i w ostateczności spadek popytu krajowego;
- b) zacieśnienie polityki fiskalnej przejawiające się wzrostem podatków oraz spadkiem wydatków budżetowych, co również przyczynia się do spadku popytu krajowego, a w konsekwencji spadku inflacji;
- c) działania z zakresu tzw. ekonomii podaży, które generalnie mają na celu wzrost długookresowej efektywności i konkurencyjności gospodarki, głównie poprzez zmiany regulacyjne (prywatyzacja, deregulacja gospodarki, równoważenie sektora finansów publicznych), w wyniku których ma nastąpić stabilizacja systemu gospodarczego, sprzyjająca podejmowaniu działań gospodarczych, zwłaszcza inwestowaniu.

Zastanówmy się, czy działania podejmowane przez władze polityczne, fiskalne i monetarne sprzyjają ograniczeniu inflacji, czy raczej prowadzą do wzrostu inflacji lub też utrzymywaniu się jej na wysokim poziomie.

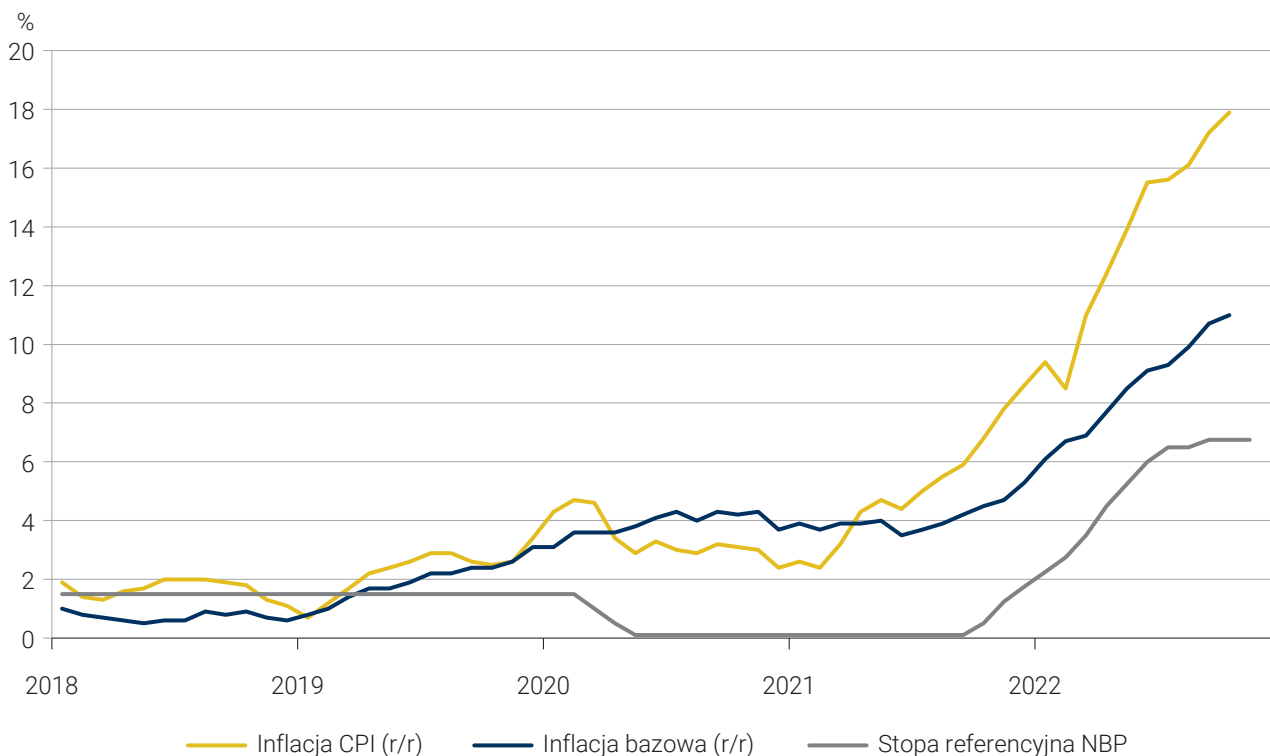
3.1. Polityka monetarna

3.1.1. Polityka stóp procentowych

Analizując skuteczność polityki antyinflacyjnej NBP oraz zastanawiając się nad perspektywami tej polityki, zobaczmy, jak kształtowały się relacje pomiędzy stopą referencyjną a wskaźnikiem cen dóbr i usług konsumpcyjnych (CPI) oraz inflacją

bazową w analizowanym okresie, tj. od stycznia 2019 roku do października 2022 roku. Inflację bazową definiujemy jako inflację konsumencką CPI bez uwzględnienia zmian cen żywności i energii. Inflacja bazowa w lepszy sposób ilustruje efekty oddziaływania polityki monetarnej na sferę realną, ponieważ jest pozbawiona komponentów o największej zmienności, a więc cen żywności oraz energii. Uznaje się powszechnie, że polityki pieniężna ma ograniczony wpływ na kształtowanie procesów inflacyjnych w tych dwóch kategoriach i zależą one w większym stopniu od czynników o charakterze globalnym. Dane dotyczące tych wielkości zilustrowano na wykresie 3.1.

Wykres 3.1 przedstawia prosty obraz polityki pieniężnej prowadzonej w niezwykle złożonych warunkach. Na początku analizowanego okresu CPI, inflacja bazowa oraz stopa referencyjna kształtowały się na niskim, ale można powiedzieć racjonalnym poziomie. Niskiej stopie referencyjnej banku centralnego (1,5%) towarzyszyła niska inflacja mierzona zarówno poziomem CPI (0,7%), jak i inflacji bazowej (0,8%). Oznaczało to równocześnie, że realna stopa procentowa była dodatnia, co w normalnych warunkach należy uznać za relację pożądaną. Sytuacja zaczęła się zmieniać w niekorzystnym kierunku pod koniec pierwszego kwartału, czego wyrazem była wzrastająca inflacja; w czerwcu 2019 roku wskaźnik CPI przekroczył poziom celu inflacyjnego (2,6%). W kwietniu 2019 roku realna stopa procentowa, zarówno w relacji do CPI, jak i inflacji bazowej była ujemna i w kolejnych miesiącach następowało, wprawdzie początkowo niewielkie, ale jednak pogarszanie tej relacji. W kolejnych miesiącach (czerwiec–listopad 2019 roku) sytuacja ustabilizowała się, a inflacja cen dóbr i usług konsumpcyjnych wahała się w granicach 2,2–2,9%, a więc w dopuszczalnych granicach odchyłeń od celu inflacyjnego. Zdecydowane pogorszenie sytuacji miało miejsce od grudnia 2019 roku, kiedy wskaźnik CPI zbliżył się do granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego (3,4%). W styczniu i w lutym 2020 wskaźnik CPI wzrósł odpowiednio do 4,3% oraz 4,7%. Od marca wskaźnik CPI zaczął z kolei systematycznie spadać i w grudniu 2020 roku oraz lutym 2021 roku spadł poniżej celu inflacyjnego NBP (do 2,4%). Wynikało to z wprowadzonych przez władze ograniczeń kontaktów społecznych i działalności gospodarczej od marca 2020 roku w związku z pojawieniem się pierwszych przypadków zarażeń COVID. Od marca 2021 roku zaczął się ponowny, zdecydowany trend wzrostowy CPI, który trwa do dziś, osiągając w październiku 2022 r. poziom 17,9%. W tym okresie in-

**Wykres 3.1.** Stopa referencyjna, CPI i inflacja bazowa w latach 2019–2022 (październik)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

flacja CPI przyspieszała w tempie ponad 2 punktów procentowych w każdym kwartale nie wykazując jak dotąd żadnych przesłanek do wytracania opisywanej dynamiki.

Dynamika inflacji bazowej kształtowała się nieco inaczej. Zapoczątkowany w pierwszym kwartale 2019 roku wzrostowy trend inflacji bazowej utrzymywał się do lipca 2020 roku, kiedy inflacja bazowa osiągnęła 4,3%. Do września 2021 roku wskaźnik inflacji bazowej wahał się w granicach 3,5–4,3%, po czym rósł gwałtownie, osiągając 11,0% w październiku 2022 roku.

Jak w kontekście przytoczonych wyżej danych można ocenić skuteczność polityki pieniężnej w analizowanym okresie? Oczywiście w sytuacji, gdy cel inflacyjny wynosi 2,5%, natomiast rzeczywista inflacja przekracza 17%, ocena ta nie może być pozytywna. Trzeba jednak pamiętać, że omawiane procesy zachodziły w szczególnych warunkach, determinowanych pandemią COVID-19, a następnie wojną w Ukrainie. Obawy przed ekonomicznymi skutkami pandemii skłaniały do podejmowania niekonwencjonalnych działań, które wyrażały się niskim poziomem stóp procentowych oraz tzw. luzowaniem ilościowym, polegającym na wielkoskalowym skupie przez bank centralny papierów wartościowych,

głównie skarbowych lub gwarantowanych przez skarb państwa, co przede wszystkim miało na celu wsparcie sektora finansów publicznych i wpływało na płynność sektora bankowego. Celem luzowania ilościowego był wzrost płynności sektora bankowego w nadziei, że zwiększone zasoby pozostawione do dyspozycji sektora bankowego przyczynią się do wzrostu akcji kredytowej. W dalszej części opracowania pominiemy wpływ luzowania ilościowego, gdyż naszym zdaniem, poziom rezerw w systemie bankowym, w warunkach istniejącego reżimu polityki pieniężnej, nie wpływa na rozmiary akcji kredytowej, a tym samym nie oddziałuje na poziom inflacji.

W warunkach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego ilość rezerw jest dostosowywana do rozmiarów akcji kredytowej, inaczej mówiąc – dostępne w danym momencie rezerwy nie determinują rozmiarów akcji kredytowej, gdyż zostaną one ex post dostosowane do wartości udzielonych kredytów. Istotny problem z punktu widzenia wpływu tych operacji na inflację pojawia się wtedy, gdy służą one finansowaniu deficytu budżetowego. Zakup rządowych papierów wartościowych przez bank centralny jest, w określonych przypadkach, formą finansowania deficytu (długu) publicznego za pomocą emisji pieniądza banku centralnego, co, jak wiemy, jest

prawnie niedopuszczalne, i może być najważniejszym czynnikiem podwyższającym stopę inflacji.

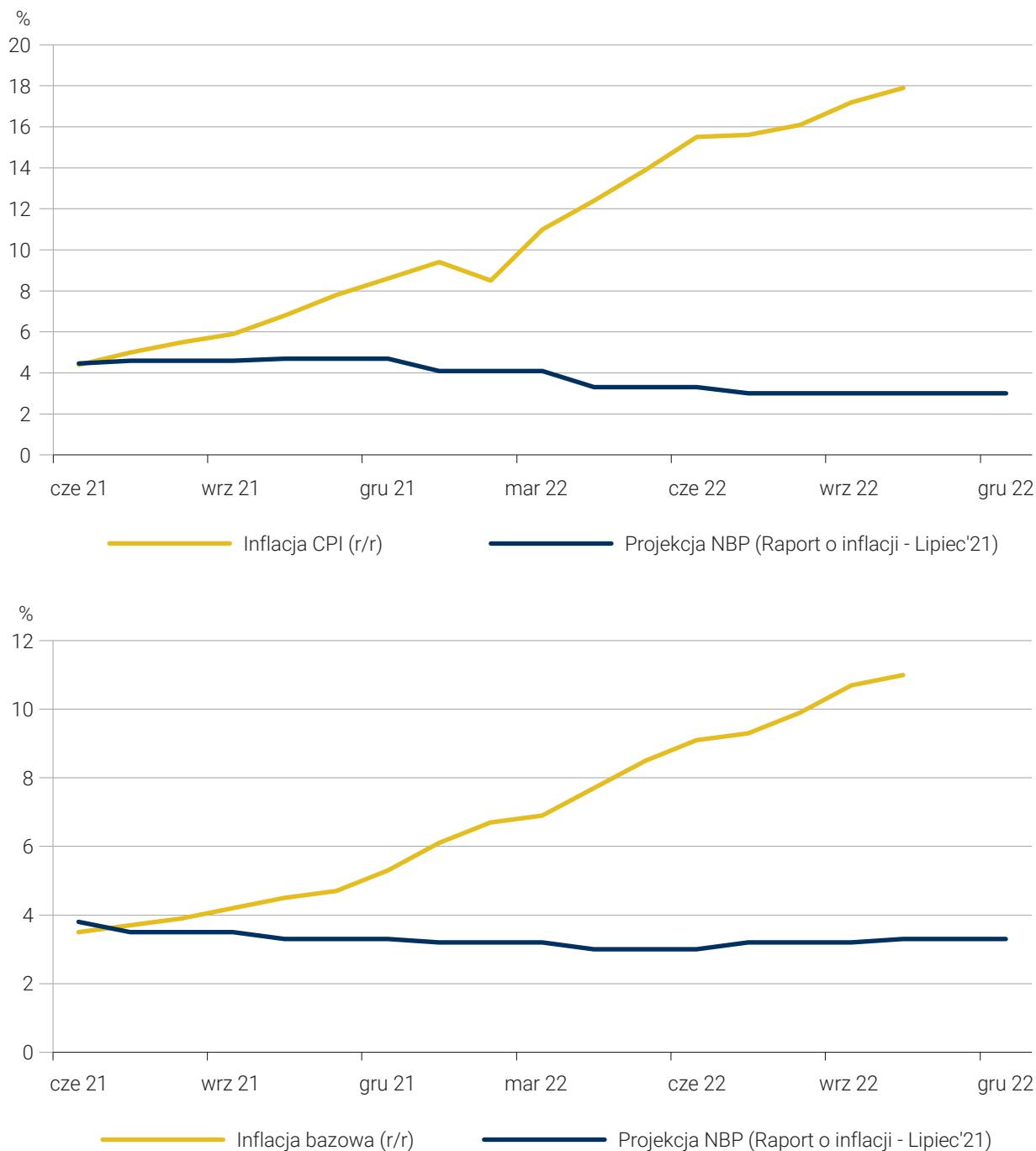
Ograniczając się zatem do polityki stóp procentowych odwołajmy się do danych zilustrowanych na wykresie 3.1. Na początku analizowanego okresu stopa referencyjna wynosiła 1,5%, utrzymując się na tym poziomie od marca 2015 roku. Począwszy od marca 2020 roku, po serii trzech (marzec, kwiecień, maj) obniżek stóp procentowych, stopa referencyjna została obniżona do rekordowo niskiego poziomu 0,1%. Jak z dzisiejszej perspektywy można ocenić te decyzje? Jak zaznaczyliśmy wcześniej ocena ta jest niezwykle trudna ze względu na warunki, w jakich podejmowane były decyzje dotyczące parametrów polityki pieniężnej. Jak wiadomo w marcu 2020 roku odnotowano pierwszy przypadek COVID-19 w Polsce, co, przy globalnych obawach związanych z pandemią, wpływało także na decyzje podejmowane przez władze monetarne i fiskalne. Uzasadnieniem dla obniżek stopy referencyjnej mógł być poziom wskaźnika CPI, który, co już podkreślaliśmy, od marca 2020 roku zaczął się obniżać spadając na przełomie roku 2020 i 2021 poniżej celu inflacyjnego (do 2,4%).

Rozumiejąc motywy decyzji podejmowanych przez RPP, trzeba jednak podkreślić, że nie poświęcono dostatecznej uwagi przyczynom, które wpłynęły na przebieg inflacji. Spadek inflacji od marca 2020 roku wynikał głównie ze spadku cen surowców energetycznych. Notowania cen ropy naftowej WTI w kontraktach z dostawą na maj 2020 roku miały wartości ujemne (dochodzące do -\$37). Dziś można ocenić, że analitycy NBP nie poświęcali wystarczającej uwagi inflacji bazowej, która od końca 2019 roku utrzymywała się na podwyższonym poziomie, znacznie przekraczającym cel inflacyjny. Ponieważ inflacja bazowa znacznie lepiej niż CPI odzwierciedla presję popytową w gospodarce, to też analizując jej poziom, należało zwrócić uwagę na niebezpieczeństwo utrwalenia się presji popytowej, zwłaszcza w warunkach zdecydowanego przyspieszenia pocovidowej odbudowy gospodarki oraz transferów do sektora prywatnego środków pieniężnych o dużej wartości (ok. 240 mld zł) w ramach tzw. tarcz antycovidowych. W tym kontekście można zastanowić się nad zasadnością utrzymywania stóp procentowych na poziomie zbliżonym do zera przez okres półtora roku. Zważywszy, że poziom stopy referencyjnej w latach 2015–2020 był już relatywnie niski, a także mając na uwadze, że wpływ stóp procentowych na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw w warunkach wysokiej nie-

pewności jest ograniczony, można stwierdzić, że decyzje podjęte przez RPP można uznać za co najmniej dyskusyjne.

Jak wiadomo w październiku 2021 roku RPP rozpoczęła nienotowany wcześniej cykl podwyżek stóp procentowych. W wyniku comiesięcznych podwyżek, z przerwą w lipcu 2022 roku, stopa referencyjna wzrosła z 0,1% we wrześniu 2021 roku do 6,75% we wrześniu 2022 roku. Można postawić pytanie, czy te podwyżki zostały podjęte w odpowiednim czasie i czy są wystarczające. Analizując ponownie wykres 3.1., odpowiedź na pierwsze z postawionych pytań jest negatywna. Podwyższone stopy inflacji występowały już na przełomie roku 2019 i 2020. Po spadku w okresie pandemii inflacja zaczęła szybko rosnąć już od marca 2021 roku, co przy utrzymującej się cały czas podwyższonej inflacji bazowej powinno skłonić do wcześniejszego rozpoczęcia cyklu podwyżek. Pierwsza podwyżka stóp procentowych została dokonana w październiku 2021 roku, kiedy wskaźnik CPI wzrósł do 6,8% a inflacja bazowa do 4,5%. Nawet uwzględniając nadal złożoną sytuację epidemiologiczną zbyt późne rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych było błędem.

Decyzje w zakresie polityki pieniężnej z opóźnieniem wywierają wpływ na sferę realną gospodarki. W związku z tym działania w jej zakresie powinny poprzedzać wzrost dynamiki inflacji, o około 4 kwartały, tymczasem bank centralny zdecydował się rozpocząć cykl zacieśniania polityki monetarnej ok. 3 miesiące po przyspieszeniu inflacji CPI, jednocześnie ignorując fakt, że inflacja bazowa CPI pozostawała podwyższona przez cały 2020 i 2021 rok. W tym momencie było już wiadomo, że bank centralny był spóźniony z rozpoczęciem cyklu o kilka kwartałów i pozostało pytanie, jak mocno władze monetarne muszą podnosić stopy procentowe, aby nieuchronne przyspieszenie inflacji miało charakter przejściowy. Warto zwrócić uwagę, że projekcja inflacji NBP z lipca 2021, a więc ostatnia projekcja dostępna dla członków RPP przed decyzją o rozpoczęciu cyklu zacieśniania polityki monetarnej, wskazywała na inflację CPI w IV kwartale 2021 roku na poziomie 4,7%, a więc na poziomie zbliżonym do oficjalnie opublikowanego *Raportu o inflacji*, tj. 4,4% w czerwcu 2021 roku. Innymi słowy, w myśl projekcji, inflacja nie miała istotnie ulec zmianie w kolejnych kwartałach, a w drugiej połowie 2022 roku miała powrócić do celu inflacyjnego. Ilustruje to wykres 3.2. Tymczasem na koniec 2021 roku inflacja CPI wyniosła 8,6%. Analizowany okres, a więc koniec 2021 roku, ma miejsce prawie 2 miesiące

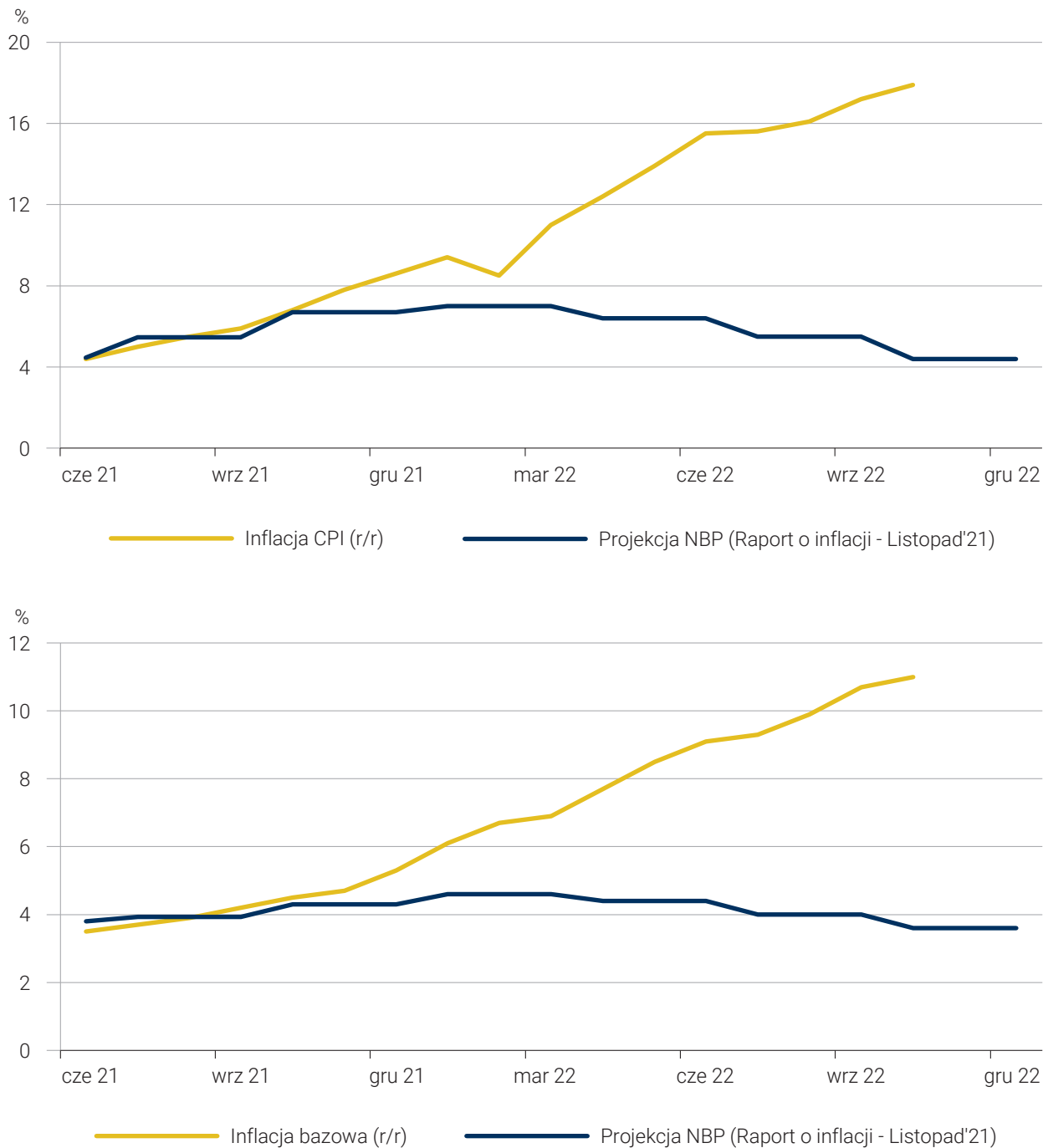
**Wykres 3.2.** Inflacja CPI, inflacja bazowa oraz projekcja inflacji NBP (Raport o inflacji, lipiec 2021)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

przed rozpoczęciem wojny w Ukrainie. Co więcej, również dane z I kwartału 2022 roku, w bardzo ograniczonym stopniu mogą uwzględniać konsekwencje ekonomiczne wojny w Ukrainie.

Kolejna projekcja inflacji, z listopada 2021 roku, a więc po rozpoczęciu cyklu podwyżek stóp procentowych przez NBP, uwzględnia już widoczną rosnącą dyna-

mikę cen, jednak nadal nie przewiduje przyspieszenia w kolejnych kwartałach. Inflacja ma być wyższa niż zakładano w poprzedniej projekcji jednak nie odbiegać zasadniczo od ówczesnych – zaraportowanych przez GUS – poziomów. Tymczasem już w pierwszym kwartale po projekcji, a więc I kwartale 2022 roku, inflacja bazowa była o połowę wyższa od zakładanej prognozy. Wykres 3.3. ilustruje to porównanie.

**Wykres 3.3.** Inflacja CPI, inflacja bazowa oraz projekcja inflacji NBP (*Raport o inflacji, listopad 2021*)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że rozpoczęty przez RPP cykl podwyżek stóp procentowych wpisuje się w międzynarodowy trend zacieśniania polityki monetarnej. Zarówno w regionie, jak i w przypadku głównych banków centralnych, stopy procentowe zostały zdecydowanie podniesione. W regionie zarówno banki centralne Węgier, jak i Czech, rozpoczęły cykl zacieśniania polityki

monetarnej wcześniej niż zrobił to polski bank centralny. Z kolei System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych rozpoczął cykl podwyżek ok. pół roku po pierwszych decyzjach NBP. Najpóźniej decyzję o podniesieniu stóp procentowych podjął Europejski Bank Centralny. Porównując skalę podwyżek należy ocenić, że działania polskich władz monetarnych były umiarkowane w porównaniu

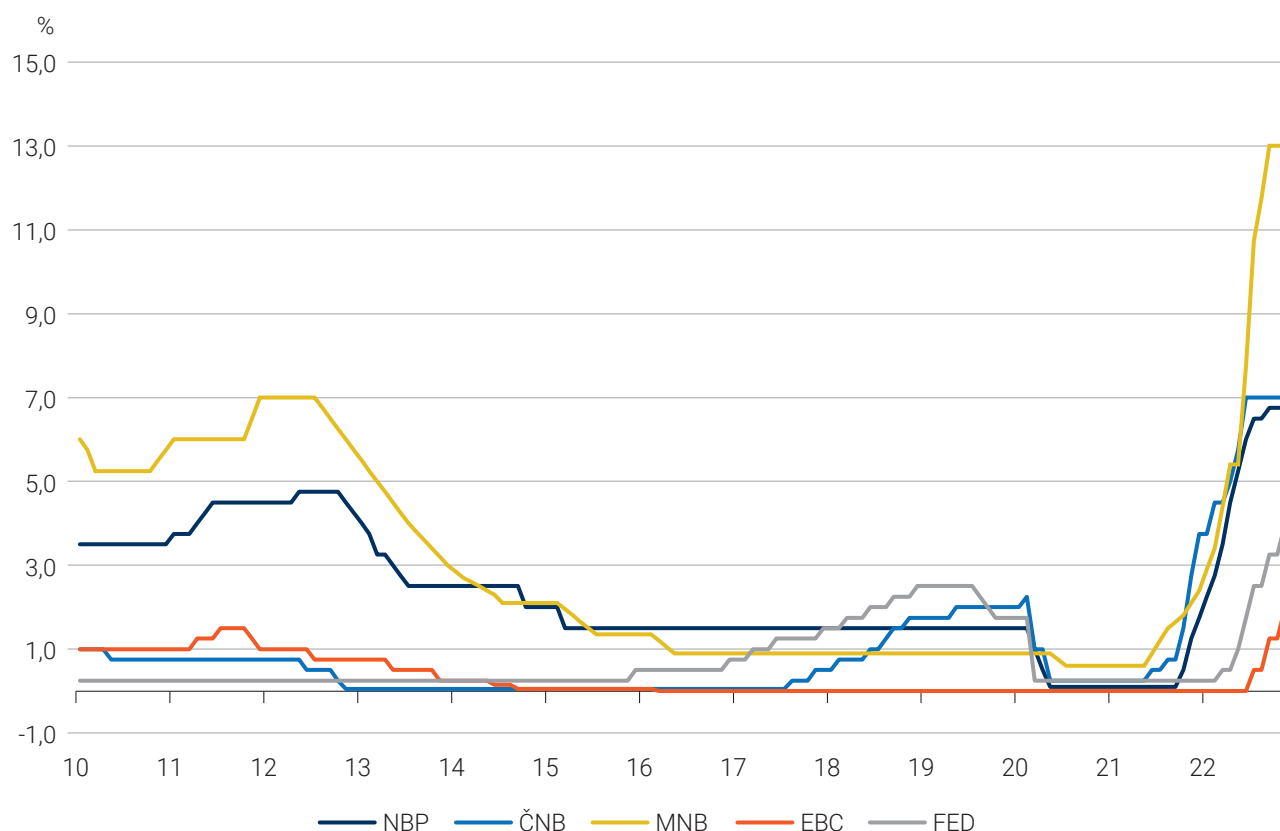
do węgierskiego banku centralnego i podobne do skali podwyżek w Czechach. Jednocześnie podwyżki stóp procentowych w Polsce były do tej pory wyższe niż w Stanach Zjednoczonych czy w strefie euro.

Odpowiedź na drugie pytanie postawione w tej części opracowanie, a więc czy dokonane podwyżki stóp procentowych są wystarczające, jest bardziej złożona. Wprawdzie w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego zakłada się, że organy odpowiedzialne za politykę stóp procentowych są zdolne do takiego ukształtowania ich poziomu, który zapewni przywrócenie w średnim okresie inflacji do pożądanego poziomu, jednakże można stwierdzić, że rola polityki stóp procentowych w kształtowaniu inflacji jest przeceniana – inflacja kształtuje się pod wpływem skomplikowanego zespołu czynników, z których część nie reaguje na zmiany stóp procentowych (np. deficyt budżetowy). Polityka dezinflacji wymaga skoordynowanego działania różnych podmiotów i instrumentów, z których tylko część jest kształtowana decyzjami banków centralnych. W szczególności konieczne jest skoordynowanie

polityki monetarnej i fiskalnej tak, aby działania banku centralnego nie były neutralizowane decyzjami o charakterze fiskalnym. Jak wiadomo koordynacja polityki monetarnej i fiskalnej w Polsce jest przedmiotem słusznej krytyki – decyzje banku centralnego są neutralizowane decyzjami rządu, co przyczynia się do wzrostu inflacji i, uwzględniając zbliżające się wybory parlamentarne, prawdopodobnie będą w dalszym ciągu ograniczać skuteczność dezinflacji.

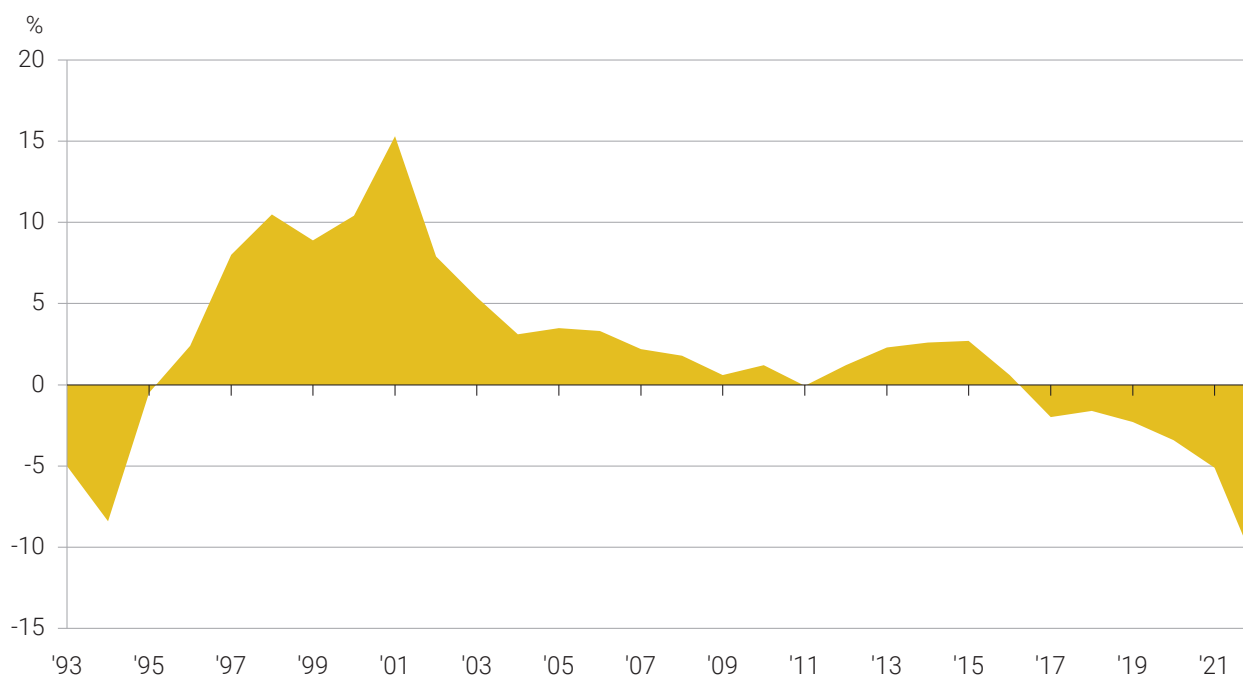
Analizując relacje pomiędzy inflacją i stopami procentowymi, warto zwrócić uwagę na tzw. realną stopę procentową. Jest to ważny wskaźnik informujący o prawidłowości relacji pomiędzy niektórymi parametrami makroekonomicznymi, wpływającymi na przebieg ważnych procesów gospodarczych (kredyty, oszczędności, inwestycje). W ujęciu klasycznym realna stopa procentowa winna być zasadniczo dodatnia, chociaż w niektórych przypadkach może przyjmować wartości ujemne, jeżeli np. ma skłonić podmioty gospodarujące do określonych zachowań (np. dotyczących wydatkowania zgromadzonych oszczędności). Głęboko ujemne

Wykres 3.4. Stopy referencyjne wybranych banków centralnych



Źródło: CNB, EBC, FED, MNB NBP.

Wykres 3.5. Realna stopa procentowa w latach 1993–2022 (październik)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

realne stopy procentowe są jednak przejawem nierównowagi pomiędzy podstawowymi procesami ekonomicznymi, będąc ważnym czynnikiem wpływającym na dynamikę inflacji.

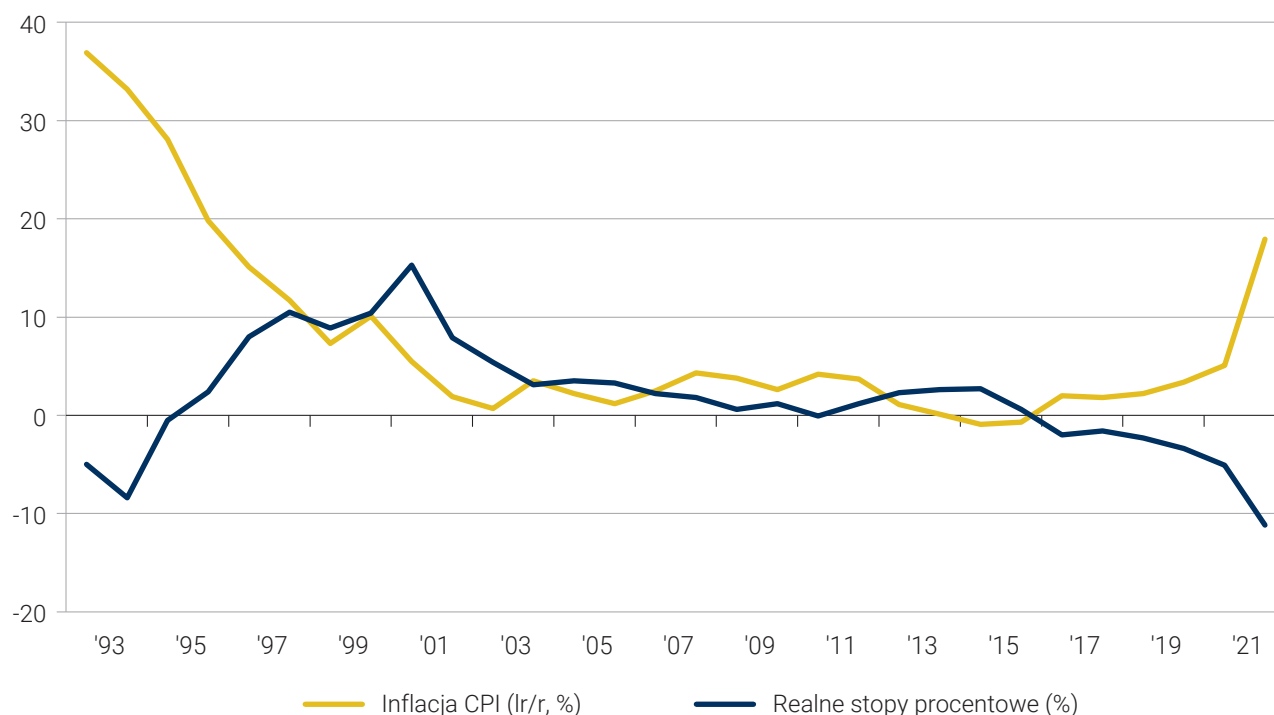
W podrozdziale 1.2 przedstawiliśmy dane dotyczące realnej stopy procentowej w USA w okresie tzw. *Great Inflation*. Od roku 1965 do przełomu lat 70. i 80. realna stopa procentowa systematycznie spadała, osiągając wartości ujemne lub bliskie zera w latach 1974–1980, czemu towarzyszyła wzrastająca inflacja. Po podwyżkach stóp procentowych realna stopa procentowa wzrosła do ok. 5%; w tym samym czasie rozpoczął się okres zdecydowanego spadku inflacji. Dla przedstawienia relacji pomiędzy realną stopą procentową a inflacją w dłuższym okresie, posłużymy się danymi dotyczącymi relacji pomiędzy realną stopą procentową a inflacją w Polsce. Wykres 3.5 przedstawia dane dotyczące kształtowania się realnej stopy procentowej w latach 1993–2022.

Początkowe lata okresu przedstawionego na powyższym wykresie charakteryzowały się wysoką inflacją (34,3% w roku 1993), przekraczając wysoką stopę procentową. Po roku 1995 rozpoczął się przyspieszony proces dezinflacji, w wyniku którego inflacja spadła w roku 2002 do poziomu poniżej celu inflacyjnego (1,9%). Jednym z czynników, który

wpłynął na zdecydowany spadek inflacji był poziom realnej stopy procentowej, która w okresie najbardziej intensywnej dezinflacji (w latach 1997–2001) kształtowała się w granicach od 8 do 15,3%. Choć polityka pieniężna w tym okresie jest uważana przez wielu ekonomistów za zbyt restrykcyjną, to nie ulega wątpliwości, że przyczyniła się ona do doprowadzenia inflacji do poziomu występującego w wysoko rozwiniętych krajach.

Po roku 2001 rozpoczęty został długookresowy trend spadku realnej stopy procentowej, głównie dzięki obniżkom nominalnej stopy procentowej, która z 20,8% w roku 2001 spadła do 3,8% w roku 2010. W latach 2011–2012, w wyniku podwyżek nominalnej stopy procentowej, realna stopa ponownie wzrosła, utrzymując się na poziomie ok. 2,75% do roku 2015. Od roku 2016 rozpoczął się gwałtowny spadek realnej stopy procentowej, która w roku 2022 (październik) spadła do 11,15%, czemu towarzyszył zdecydowany wzrost inflacji (17,9% w październiku 2022 roku).

Przedstawione wyżej dwa epizody relacji pomiędzy inflacją a inflacją wskazują, że w ocenie przyczyn inflacji oraz skuteczności polityki antyinflacyjnej nie można pomijać poziomu realnych stóp procentowych.

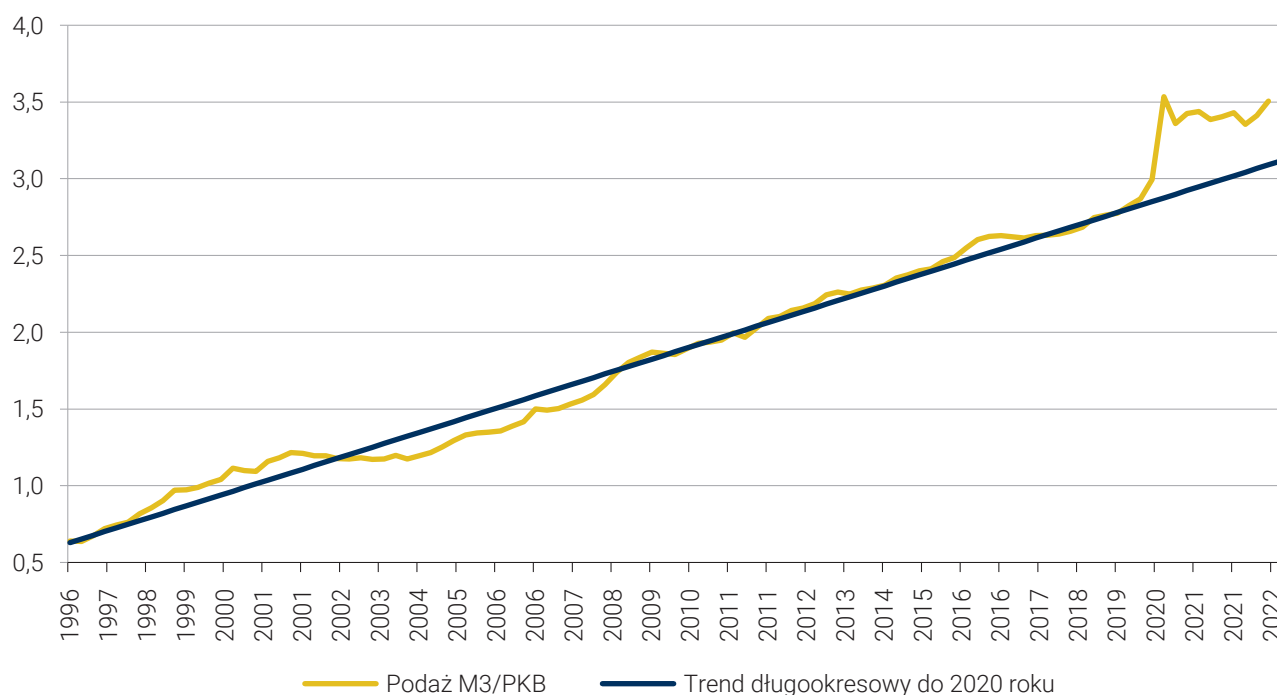
**Wykres 3.6.** Realna stopa procentowa w latach 1993–2022 (październik)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

We wrześniu 2021 roku, a więc przed rozpoczęciem serii podwyżek stóp procentowych przez bank centralny, realna stopa procentowa była ujemna i wynosiła -5,8%. Po dokonaniu serii dwunastu podwyżek, w wyniku których stopa referencyjna wzrosła z 0,1% do 6,75%, realna stopa procentowa spadła poniżej -10%. Uwzględniając te relacje możemy stwierdzić, że decyzje banku centralnego dotyczące stóp procentowych były spóźnione i były daleko niewystarczające. Te relacje wpływają na zachowania uczestników życia gospodarczego skłaniając ich do wydatkowania bieżących dochodów i oszczędności na zakup drożących dóbr i usług. Trudno oczekiwać, że przy takim poziomie dysproporcji pomiędzy inflacją a realnymi stopami procentowymi, inflacja powróci do akceptowalnego poziomu bez dalszej reakcji banku centralnego. Do przywrócenia inflacji do poziomu celu inflacyjnego potrzebne będą dalsze podwyżki stóp procentowych, co będzie się przyczyniać do osłabienia dynamiki wzrostu polskiej gospodarki oraz powodować szereg negatywnych skutków społecznych (wzrost stóp oprocentowania kredytów, zwłaszcza hipotecznych). Inflacji, która w głównej mierze spowodowana jest presją popytową, nie da się ograniczyć bez określonych kosztów społecznych. Konieczność poniesienia tych kosztów nie podlega dyskusji – dyskusyjny

może być rozkład tych kosztów pomiędzy poszczególnymi grupami społecznymi.

Kolejnym podejściem w badaniu źródeł inflacji może być analiza relacji podaży pieniądza względem wielkości gospodarki. W wyniku działań w zakresie polityki fiskalnej, jak również polityki monetarnej, polska gospodarka może doświadczać w tym momencie stopniowego okresu dostosowawczego po wystąpieniu szoku w postaci nadmiernej podaży pieniądza. Wykres 3.7 przedstawia relację podaży pieniądza, mierzonego agregatem M3, do wielkości realnego PKB. W roku 2020 polska gospodarka doświadczyła nagłego ponadnormatywnego wzrostu podaży pieniądza, znacznie przekraczającego długookresowy trend wyznaczony w okresie ponad dwóch dekad do roku 2019. W okresie 2010–2019 podaż pieniądza M3 rosła w miarę stabilnym tempie ok. 8% rocznie. W roku 2020 wzrost ten wyniósł 16,6% po czym spadł w kolejnym roku do poziomu 9%. W roku 2022 wzrost ten utrzymywał się na poziomie prawie 8%. Niewykluczone, że jednym ze źródeł inflacji, jednoznacznie o charakterze popytowym, jest właśnie ta nadwyżka podaży pieniądza z okresu pandemii, która była i jest wykorzystywana w bieżącej konsumpcji kreując dodatkowy popyt, a w konsekwencji wywiera dodatkową presję na wzrost cen.

Wykres 3.7. Stosunek podaży pieniądza M3 do realnego PKB


Źródło: jak na wykresie 3.1.

Bardzo możliwe, że spadek popytu w gospodarce będzie postępował wraz z normalizacją wielkości podaży pieniądza, zbliżając ją do długofalowego trendu sprzed pandemii. Tym samym presja popytowa oraz sama inflacja, zwłaszcza inflacja bazowa, będzie ulegała stopniowemu obniżeniu.

Mówiąc o nieadekwatności polityki stóp procentowych w ostatnich kilku latach, należy także zwrócić uwagę na poziom inflacji bazowej. Dokonane podwyżki stóp procentowych można byłoby uznać za wystarczające, gdyby w ich wyniku spadała inflacja bazowa. Wtedy moglibyśmy w uzasadniony sposób stwierdzić, że główną przyczyną inflacji są szoki zewnętrzne w postaci rosnących cen surowców energetycznych i rolnych. Tymczasem inflacja bazowa rośnie – rośnie także wpływ inflacji bazowej na poziom ogólnego wskaźnika inflacji, co wskazuje na istotne znaczenie czynników o charakterze wewnętrznym (popytowym) i czyni proces dezinflacji szczególnie trudnym.

3.1.2. Kurs walutowy

Polityka monetarna nie pozostaje bez wpływu na kurs wymiany waluty krajowej. Z kolei aprecjacja lub deprecjacja waluty wpływa na procesy infla-

cyjne. Istotna część konsumpcji prywatnej w Polsce ma swoje źródło w imporcie. W związku z tym osłabienie polskiego złotego będzie prowadziło do wzrostu cen nabywanych dóbr i usług z importu a wyrażonych w krajowej walucie. Osłabienie złotego ma w tym przypadku działanie proinflacyjne. Kurs walutowy w Polsce jest w pełni płynny, jednak jego kierunek zmian zależy m.in. od polityki monetarnej prowadzonej przez Polskie władze monetarne, od poziomu stóp procentowych w kraju, jak i poziomu stóp procentowych za granicą. Oczywiście jest szereg dodatkowych czynników, które wpływają na kurs walutowy poza poziomem stóp procentowych, jak m.in. poziom ryzyka, niemniej jednak na potrzeby tej analizy uwagę skupiono na czynnikach pozostających pod pewną kontrolą krajowych władz monetarnych. Z punktu widzenia dynamiki inflacji konsumenckiej dla polskiej gospodarki będzie miała znaczenie zarówno wartość euro, jak i dolara wyrażona w polskim złotym. Kurs euro ma znaczenie ze względu na ogólną wymianę handlową, która w przypadku Polski jest prowadzona w największym stopniu ze strefą euro. Z drugiej strony ceny żywności i energii na rynkach światowych ustalane są w większości przypadków w dolarach amerykańskich, a w związku z tym kurs walutowy USD/PLN będzie miał wpływ na poziom cen tych towarów w Polsce.



Wykres 3.8. Kursy walutowy EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Europejski Bank Centralny.

Analizując kursy walutowe w ostatnich latach można zauważyć względną stabilność przez cały 2019 rok, a następnie wzrost wartości dolara i euro względem krajowej waluty. W okresie pandemii COVID-19 oraz w konsekwencji wydarzeń w Ukrainie kurs złotego uległ znacznemu osłabieniu to z kolei wywierało dodatkową presję na inflację. Kurs EUR/PLN wzrósł względem średniego poziomu w 2019 roku o 7% na koniec 2021 roku oraz 10% na koniec października 2022. Z kolei kurs USD/PLN w tym samym okresie wzrósł o 5% na koniec 2021 roku oraz aż o 24% na koniec października 2022 roku względem średniego poziomu z 2019 roku.

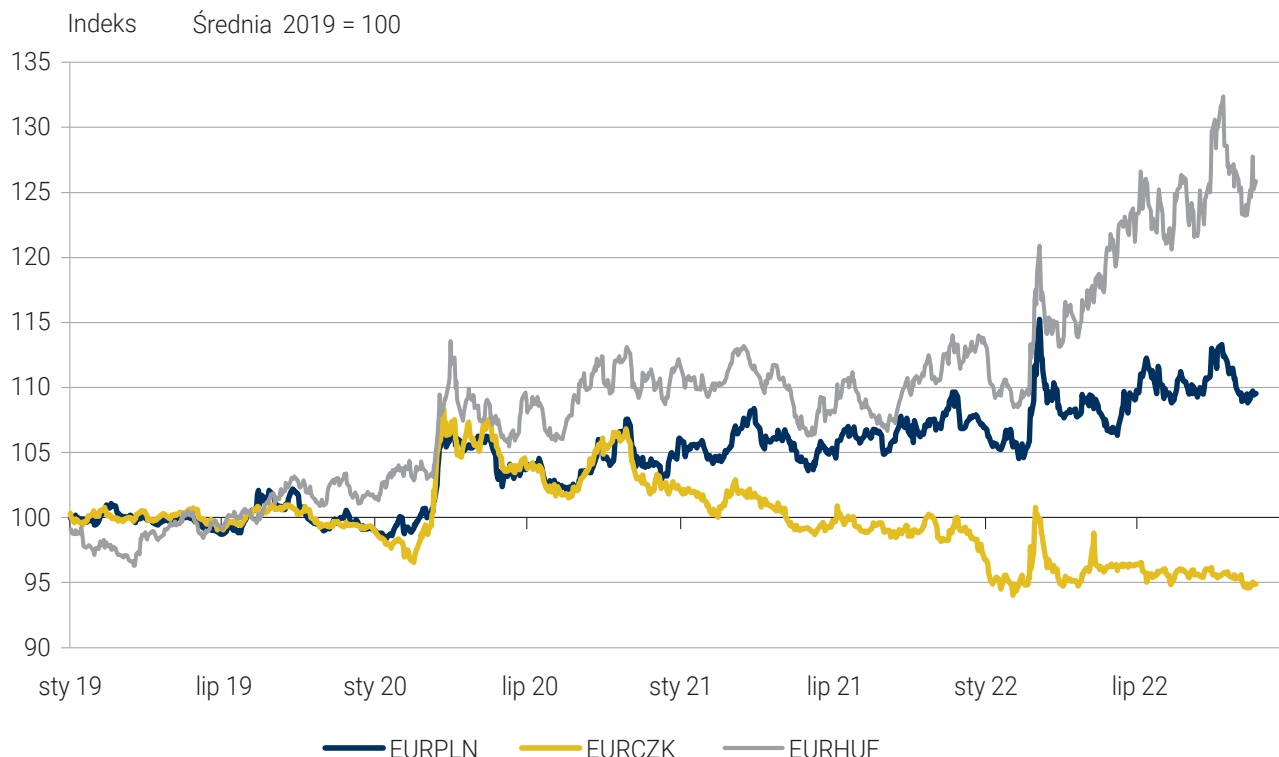
Szacunki na temat wpływu kursu walutowego na inflację konsumencką nie są jednoznaczne. Tak zwany efekt *pass-through* w tych szacunkach oscyluje pomiędzy 0,05 a 0,20 dla Polskiej gospodarki. Oznacza to, że przy współczynniku równym 0,20 każde osłabienie złotego o 10% (np. 4,00 do 4,40 PLN względem wartości obcej waluty) prowadzi do wzrostu inflacji konsumenckiej o ok. 2 punkty procentowe w skali roku. Na koniec października 2022 kurs EUR/PLN wzrósł o 2% w porównaniu do tego samego okresu w poprzednim roku, zaś kurs USD/PLN w tym czasie wzrósł o 20%. Biorąc pod uwagę te wielkości oraz rzeczywisty wpływ kursu walutowego na inflację można wyciągnąć

wniosek, że to przede wszystkim import towarów i usług rozliczany w dolarach amerykańskich ma dodatni wpływ na inflację w Polsce.

Wykres 3.9. ilustruje jak kurs krajowej waluty kształtował się względem euro w porównaniu do innych krajów regionu. W tym przypadku należy stwierdzić, że polski złoty osłabiając się od 2019 roku względem euro stracił również na wartości w stosunku do korony czeskiej, która w analogicznym okresie nieznacznie uległa umocnieniu względem euro (o ok. 5%). Jednak osłabienie złotego względem euro jest dużo niższe, niż miało to miejsce w przypadku węgierskiego forinta, który od 2019 roku stracił 26% od 2019 roku.

3.1.3. Wiarygodność banku centralnego

Zastanawiając się nad skutecznością polityki antyinflacyjnej banku centralnego warto zwrócić uwagę na bardzo istotny warunek tej skuteczności, a mianowicie wiarygodność banku centralnego, która może wpływać na zachowania uczestników życia gospodarczego poprzez kształtowanie oczekiwań inflacyjnych. Wiarygodny, tzn. realizujący zapowiadane cele bank centralny może skutecznie wpływać na poziom inflacji bez koniecz-

Wykres 3.9. Kursy walutowe wybranych krajów UE


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych EBC.

ności podnoszenia stóp procentowych, czyli bez ponoszenia przez społeczeństwo kosztów dezinflacji. Teoretyczne uzasadnienie dla takiej sytuacji ma tzw. krzywa Philipsa z wbudowanym elementem oczekiwań inflacyjnych, która ma następującą postać:

$$\pi = \pi^e + f \left(\frac{Y_{t-1} - Y^*}{Y^*} \right)$$

gdzie:

π – inflacja rzeczywista,

π^e – inflacja oczekiwana,

Y_{t-1} – faktyczny PKB w okresie t-1,

Y^* – potencjalny PKB.

Jak wynika z tej zależności, aby dezinflacja była możliwa w sytuacji, gdy oczekiwania inflacyjne przekraczają rzeczywistą inflację, rzeczywisty PKB musi być niższy niż potencjalny. W tej sytu-

acji zachodzi konieczność zastosowania takiej polityki pieniężnej, która spowoduje spadek PKB poniżej poziomu potencjalnego. Jeżeli natomiast bank centralny może skutecznie oddziaływać na oczekiwania inflacyjne, to spadek inflacji może być spowodowany spadkiem oczekiwań inflacyjnych.

Dane Głównego Urzędu Statystycznego na temat koniunktury konsumenckiej uwzględniają oczekiwania konsumentów odnośnie zmiany poziomu cen konsumpcyjnych w kolejnych 12 miesiącach. Wskaźnik oczekiwań przedstawia różnicę w liczbie respondentów oczekujących wzrostu cen a liczbie respondentów oczekujących spadku cen lub utrzymaniu ich na podobnym poziomie. Wykres 3.10 ilustruje istotne zmiany tendencji wśród konsumentów w postrzeganiu inflacji. O ile w okresie począwszy od 2012 roku do połowy 2015 roku spadał odsetek respondentów oczekujących wzrostu cen, to od 2016 roku widać wyraźnie zmianę tendencji i rosnące oczekiwania konsumentów w tym zakresie. Dominującą narracją w dyskusji o przyczynach wzrostu inflacji w ostatnim czasie jest występowanie czynników w postaci zaburzonych łańcuchów dostaw czy nagłym wzroście cen energii. Mają one związek

**Wykres 3.10. Oczekiwania inflacyjne konsumentów w Polsce**

Odsetek respondentów oczekujących wzrostu inflacji w kolejnych 12 miesiącach
%, średnia 3 miesięczna



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

wybuchem pandemii COVID-19 czy wojny w Ukrainie. Ponieważ czynniki te mają charakter globalny NBP, stosując taką czy inną politykę monetarną, nie ma żadnego wpływu na ich kształtowanie. Niemniej jednak trend rosnących oczekiwań inflacyjnych został zapoczątkowany kilka lat przed wybuchem pandemii czy rozpoczęciem wojny w Ukrainie. W związku z tym oczekiwania konsumentów nie mogły być w istotnej mierze inspirowane wymienionymi czynnikami przez cały okres rosnących oczekiwań, od 2016 roku.

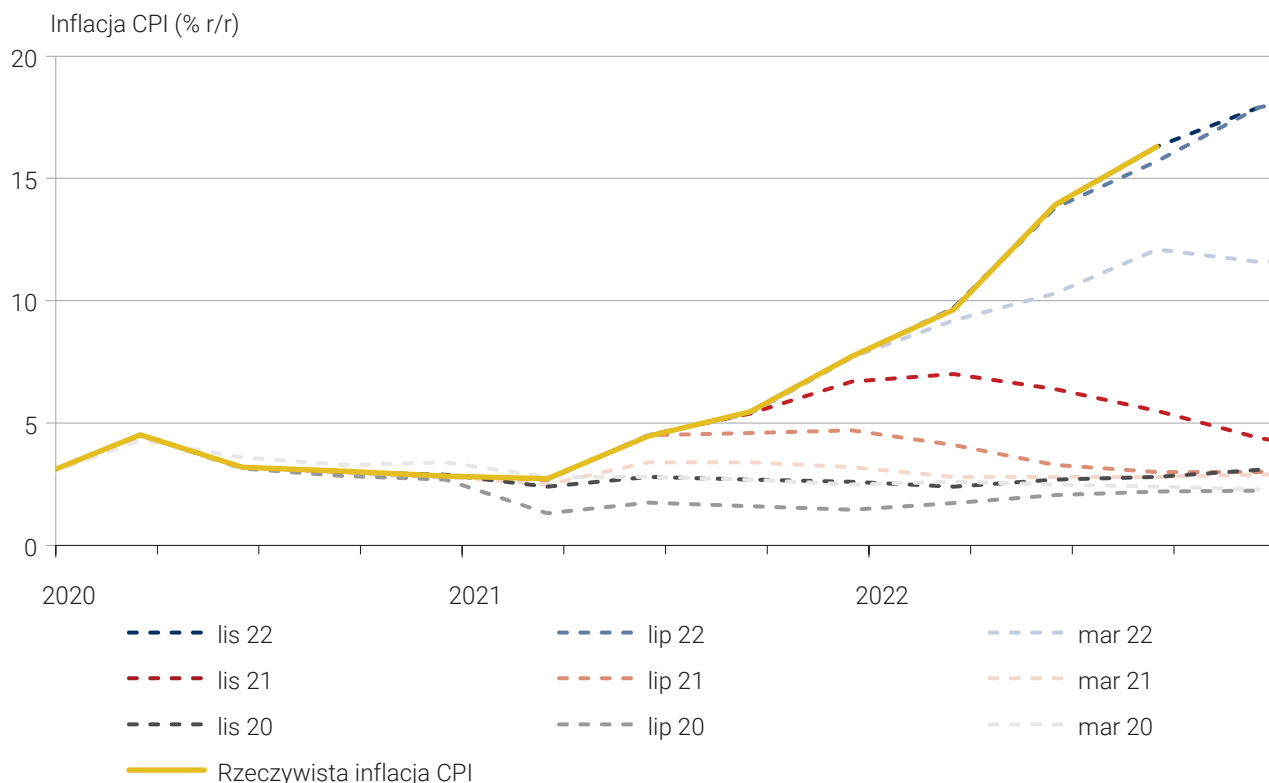
Jednym ze sposobów oceny wiarygodności banku centralnego jest określenie, jak kształtują się oczekiwania inflacyjne względem celu inflacyjnego banku centralnego. Jeżeli oczekiwania inflacyjne konsumentów są zbieżne z wyznaczonym celem banku centralnego, to polityka prowadzona przez władze monetarne uznawana jest za wiarygodną. Tymczasem inflacja w Polsce przyspieszała już w 2019 roku, a oczekiwania inflacyjne odnośnie kolejnych 12 miesięcy nadal rosły. Oznaczało to, że w opinii konsumentów rosnąca inflacja w owym czasie nie ma charakteru przejściowego i ceny będą rosły jeszcze szybciej w przyszłości. Pandemia COVID-19 pozwoliła obniżyć oczekiwania konsumentów jednak nie na długo. Po roku oczekiwania inflacyjne

ponownie zaczęły rosnąć, wracając do poziomów wyznaczonych przez trend mający swój początek już w 2016 roku.

Warto jednocześnie zauważyć, że oficjalne prognozy inflacji NBP nie pomagały w przeszłości zarządzać oczekiwaniami inflacyjnymi konsumentów z uwagi na ich, nie tyle duży błąd predykcji, co systematyczne niedoszacowanie dynamiki inflacji.

W ostatnich 3 latach raporty o inflacji NBP wskazywały, że inflacja osiągnie szczyt zazwyczaj w ciągu 1–2 kwartałów po publikacji raportu a następnie będzie spadać w pobliże celu inflacyjnego. Tymczasem inflacja w tym okresie cały czas rosta, obniżając ocenę zdolności predykcyjnych publikowanych raportów. Naturalną konsekwencją stałego niedoszacowania inflacji było jedynie konsekwentne podnoszenie poziomów, z których, już zaraportowana, inflacja miała zacząć spadać w pobliże celu w średnim horyzoncie projekcji.

NBP najczęściej argumentuje, że niedoszacowanie inflacji w ostatnim latach wynika z globalnych czynników, na które bank centralny nie ma wpływu. W związku z tym warto przeanalizować projekcje inflacji pozbawionej wpływu cen energii i żywno-

Wykres 3.11. Projekcja inflacji CPI wg raportów o inflacji NBP publikowanych w latach 2020–2022


Źródło: Raport o inflacji NBP.

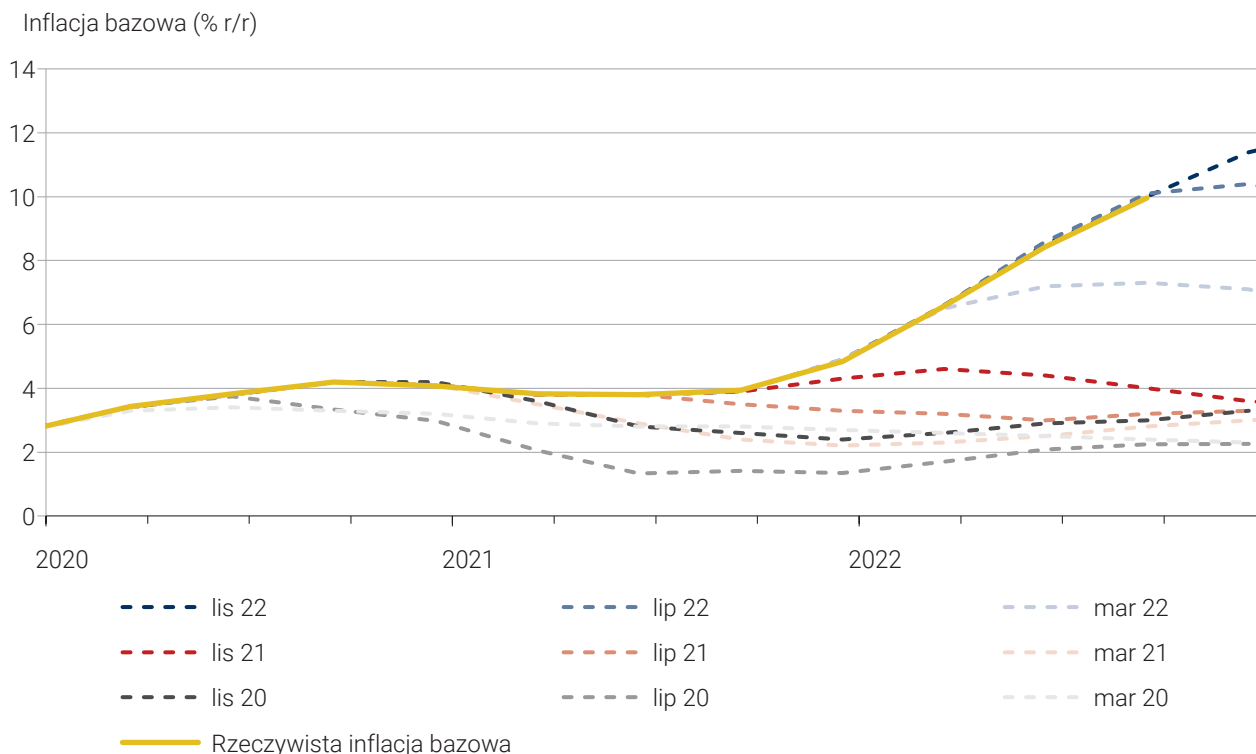
ści, a więc inflacji bazowej. Polityka monetarna ma rzeczywiście większy wpływ na przebieg procesów związanych z inflacją bazową, a w związku z tym powinna pozostawać ona pod większą kontrolą banku centralnego. Dodatkowo inflacja bazowa w większym stopniu uwypukla czynniki popytowe aniżeli inflacja CPI.

Wykres 3.12. przedstawia szereg projekcji NBP dotyczących inflacji bazowej oraz jej rzeczywisty przebieg. Okazuje się, że w przypadku prognoz inflacji bazowej już w 2020 roku rzeczywisty poziom inflacji był istotnie wyższy od prognoz banku centralnego. Dodatkowo większość raportów o inflacji z ostatnich trzech lat wskazywały spadek inflacji, podczas gdy rzeczywście zaraportowana inflacja bazowa utrzymywała się uporczywie na podwyższonym poziomie w okolicach 4% przez 2020 i 2021 rok po czym zaczęła przyspieszać, począwszy od 4 kwartału 2021 roku.

Z porównania historycznych prognoz inflacji NBP oraz jej rzeczywistej realizacji wynika, że zdolno-

ści predykcyjne banku centralnego są ograniczone. W związku z tym przesłanki do podejmowania decyzji o zacieśnianiu polityki monetarnej nie miały mocnego uzasadnienia.

Ocena działań banku centralnego z tego punktu widzenia jest negatywna. Utrzymanie wiarygodności banku centralnego, realizującego określony cel inflacyjny, jest niezwykle trudne. Jeżeli podwyższona inflacja występuje przez dłuższy okres, a równocześnie uczestnicy życia gospodarczego są zapewniani, że powróci ona do poziomu celu w średnim okresie, to oczywiście w tych warunkach wiarygodność banku centralnego jest ograniczona. Ważny jest również sposób komunikowania się banku centralnego ze społeczeństwem. Wielokrotne zapewnienia prezesa Narodowego Banku Polskiego, że inflacja nie jest problem polskiej gospodarki i że wkrótce zacznie spadać, spowodowały istotne szkody dla wiarygodności NBP. Wiarygodność banku centralnego może być utracona w wyniku kilku niewłaściwych wypowiedzi lub decyzji, zaś jej odzyskanie jest długotrwałym procesem.

**Wykres 3.12.** Projekcja inflacji bazowej wg raportów o inflacji NBP publikowanych w latach 2020–2022

Źródło: Raport o inflacji NBP.

3.2. Polityka fiskalna

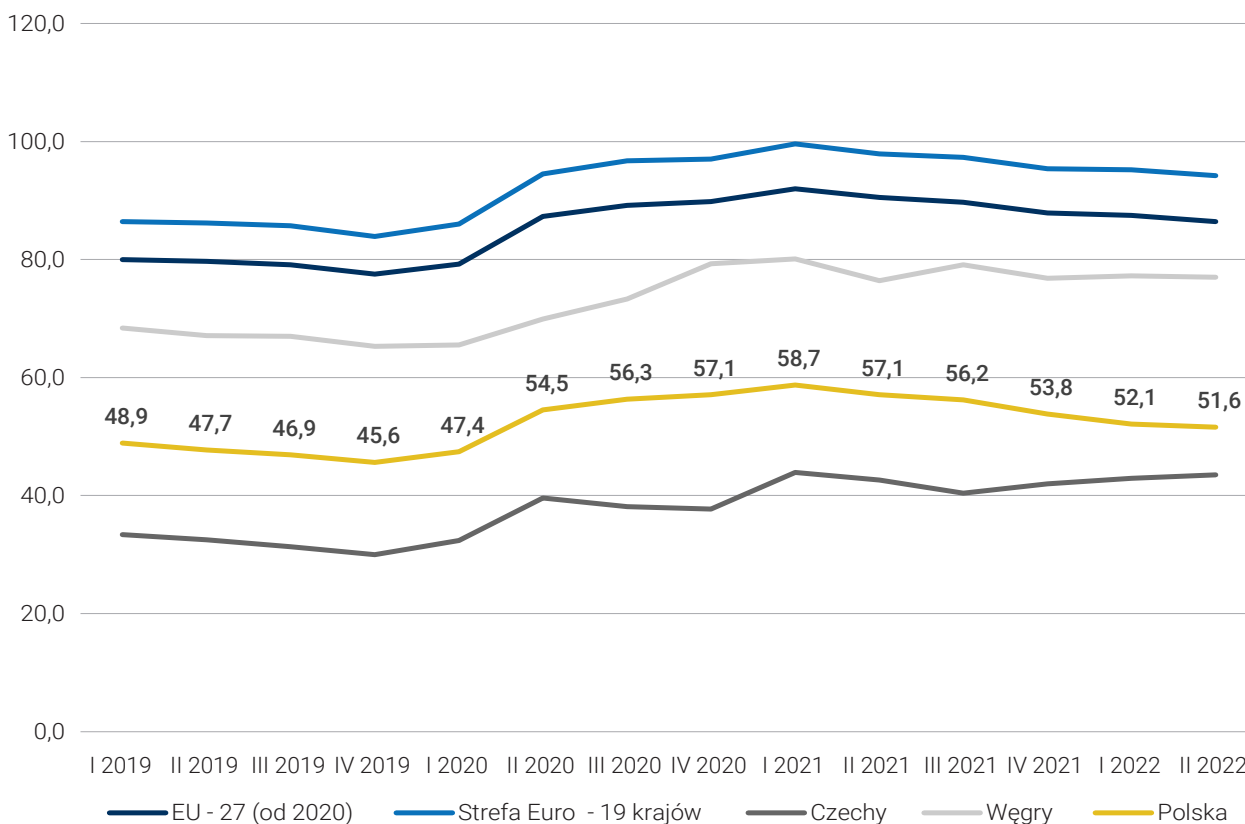
3.2.1. Polityka fiskalna w warunkach podwyższonej inflacji

Polityka fiskalna ma szczególną rolę w procesie zwalczania inflacji i jej negatywnych skutków. W okresach szoków jej pierwszoplanowym celem, poza zaspokajaniem popytu państwa na pieniądź, jest podejmowanie działań ukierunkowanych na stabilizowanie gospodarki oraz sektora finansów publicznych, a w szczególności na zapobieganie głębokiej lub długotrwałej recesji oraz zapewnienie ochrony wrażliwym podmiotom systemu społeczno-gospodarczego przed nadmiernym wzrostem obciążeń finansowych i ubytkiem siły nabywczej dochodów. Co ważne, działania te muszą współgrać z działaniami podejmowanymi przez władze monetarne, gdyż spójność obu polityk, tj. fiskalnej i monetarnej, jest warunkiem koniecznym skuteczności działań antyinflacyjnych i optymalizacji procesu dezinflacji. Równocześnie, rozwiązania pomocowe muszą być precyzyjnie adresowane, gdyż niewłaściwa alokacja środków może przynieść efekt odwrotny od zamierzonego i przyczynić się do stymulacji procesów inflacyjnych zamiast ich hamowania.

W praktyce, wysoka inflacja jest czynnikiem destabilizującym funkcjonowanie systemu gospodarczego, zaś jej zwalczanie wiąże się z koniecznością ponoszenia kosztów zarówno w wymiarze makro-, jak i mikroekonomicznym. Warto zaznaczyć, że z punktu widzenia władz fiskalnych podwyższona inflacja nie niesie ze sobą wyłącznie negatywnych konsekwencji finansowych, lecz jest również źródłem dodatkowych korzyści fiskalnych w postaci zwiększonych dochodów budżetowych czy zmniejszenia poziomu zadłużenia (tzw. podatek inflacyjny). Według szacunków analityków PKO Banku Polskiego, ogólny bilans sektora finansów publicznych związanych z podwyższoną inflacją był szacowany na początku okresu wprowadzania tarcz rządowych na ok. 1,3–1,6% PKB dla lat 2021–2022⁹.

W okresie szoku wywołanego pandemią, agresją Rosji na Ukrainę oraz kryzysem energetycznym, a więc i dodatkowego finansowania podejmowanych działań pomocowych, podstawowy parametr fiskalny – dług całego sektora finansów publicznych (General government consolidated gross debt – tzw. EDP)

9 PKO BP, Czy stać nas na tarcze? Makro Focus z dnia 02.02.2022, www.pkobp.pl (data pobrania: 04.11.2022)

Wykres 3.13. Dług EDP w Polsce i wybranych krajach EU (% PKB)


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF.

w relacji do PKB był na relatywnie stabilnym poziomie, osiągając na koniec II kwartału 2022 roku wysokość 51,6% PKB, wyraźnie poniżej średniej w EU-27, a wśród krajów regionu – niższy niż na Węgrzech, ale wyższy niż w Czechach (patrz wykres 3.13.).

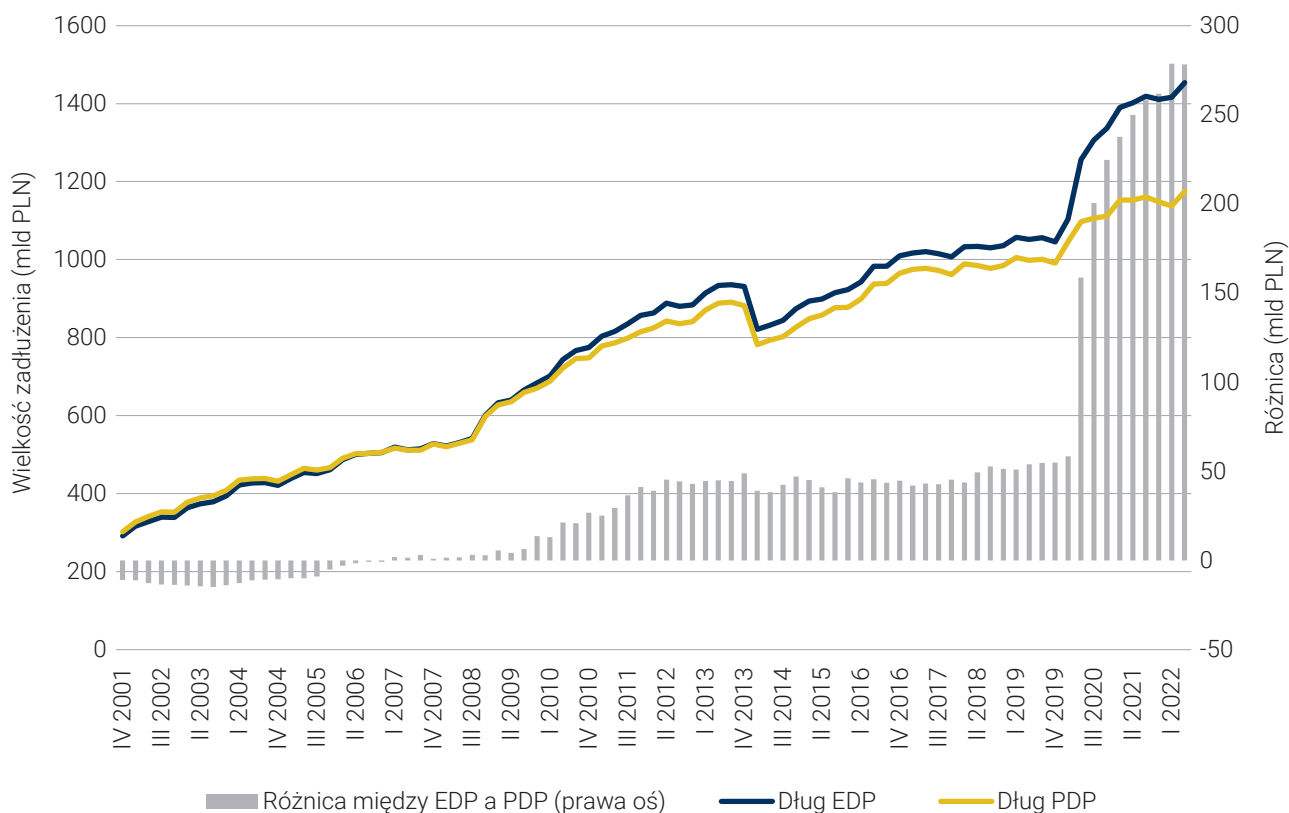
Obraz stabilnej sytuacji fiskalnej kraju ulega jednak pogorszeniu, biorąc pod uwagę sposób wydatkowania środków publicznych generujący istotne ryzyko ich nieefektywnej alokacji, a tym samym będący potencjalnym źródłem problemów finansowych kraju w przyszłości. Jest on pochodną przyjętych rozwiązań w zakresie finansowania znacznej części publicznych działań antykryzysowych w formule pozabudżetowej, a więc poza zwyczajową kontrolą parlamentu, z wykorzystaniem dedykowanych funduszy zarządzanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) i Polski Fundusz Rozwoju (PFR). Skala problemu, który intensywnie narasta od II kwartału 2020 roku, odzwierciedlona we wskaźniku finansowania pozabudżetowego, stanowiącego różnicę między wielkością długu obliczanego według tzw. metodyki excessive debt procedure (EDP) a wysokością państwowego długu publicznego (PDP), wynosiła na koniec II kwartału 2022 roku ponad 278 mld PLN (patrz wykres 3.14.), co sta-

nowiło ok. 10% rocznego PKB. Na wartość tę składały się przede wszystkim: zadłużenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (ok. 140 mld zł), tarcza finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju (ok. 74 mld zł) oraz zadłużenie Krajowego Funduszu Drogowego (ok. 60 mld zł). Według niektórych szacunków, łączna wielkość zadłużenia funduszy, które nie są oficjalnie częścią budżetu państwa, osiągnie na koniec 2023 roku wartość 422 mld zł¹⁰, a więc wielkość bliską wielkości rocznego budżetu państwa. Ten swoisty dualizm budżetowy jest zjawiskiem dalece niepożądanym z punktu widzenia przejrzystości oraz stabilności sektora finansów publicznych, a jego utrwalanie obniża zaufanie obywateli oraz inwestorów zagranicznych do władz publicznych, a tym samym zmniejsza wiarygodność całej polityki makroekonomicznej.

W tym kontekście analiza wyników budżetu państwa ma ograniczoną wartość poznawczą, gdyż nie uwzględnia istotnej części finansów publicznych, których ogólny obraz jest od początku pandemii

10 Szymański D. (2022), Rząd właśnie przyznał coś, za co ekonomiści uderzają w PiS od lat, www.money.pl (data dostępu: 2022.11.12).

Wykres 3.14. Dług EDP i PDP w Polsce w ujęciu kwartalnym w latach 2001–2022 (mld PLN)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF.

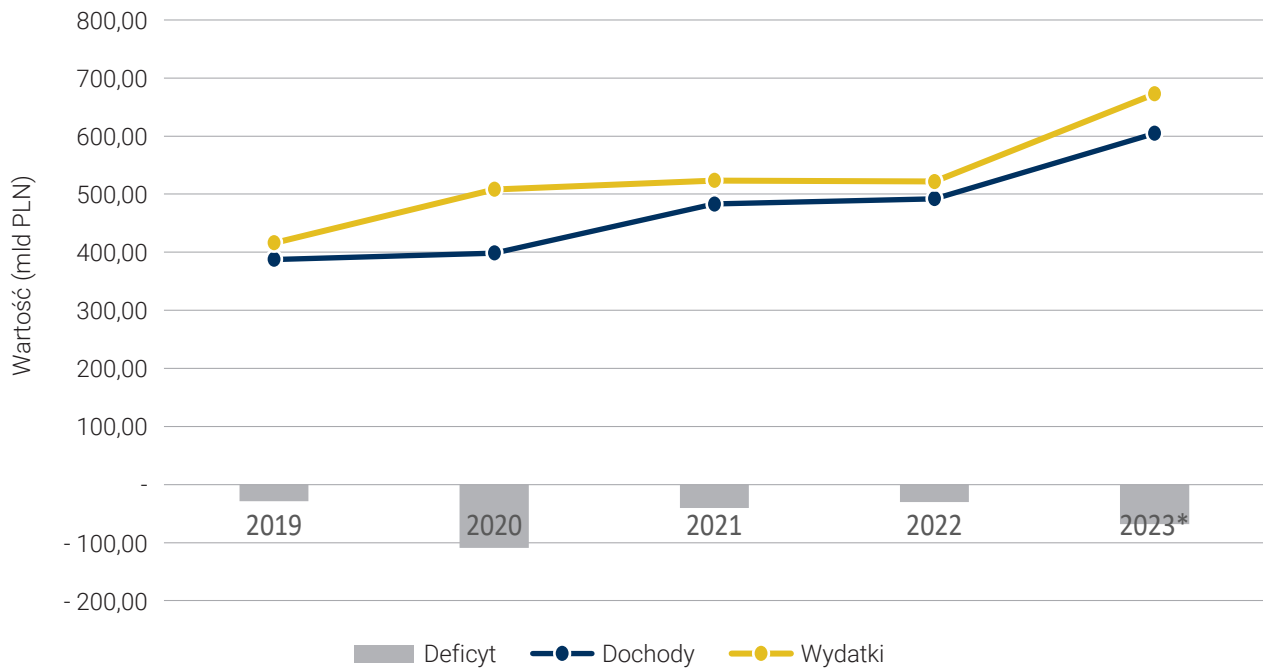
mało czytelny. Bazując na dostępnych informacjach, można jedynie zwrócić uwagę na kilka dodatkowych parametrów polityki fiskalnej, mających związek z obserwowanym wzrostem inflacji. Zaliczyć do nich można m. in.:

- ▶ kształtowanie poziomu i struktury dochodów i wydatków budżetowych,
- ▶ poziom kosztów obsługi długu,
- ▶ poziom rentowności obligacji skarbowych.

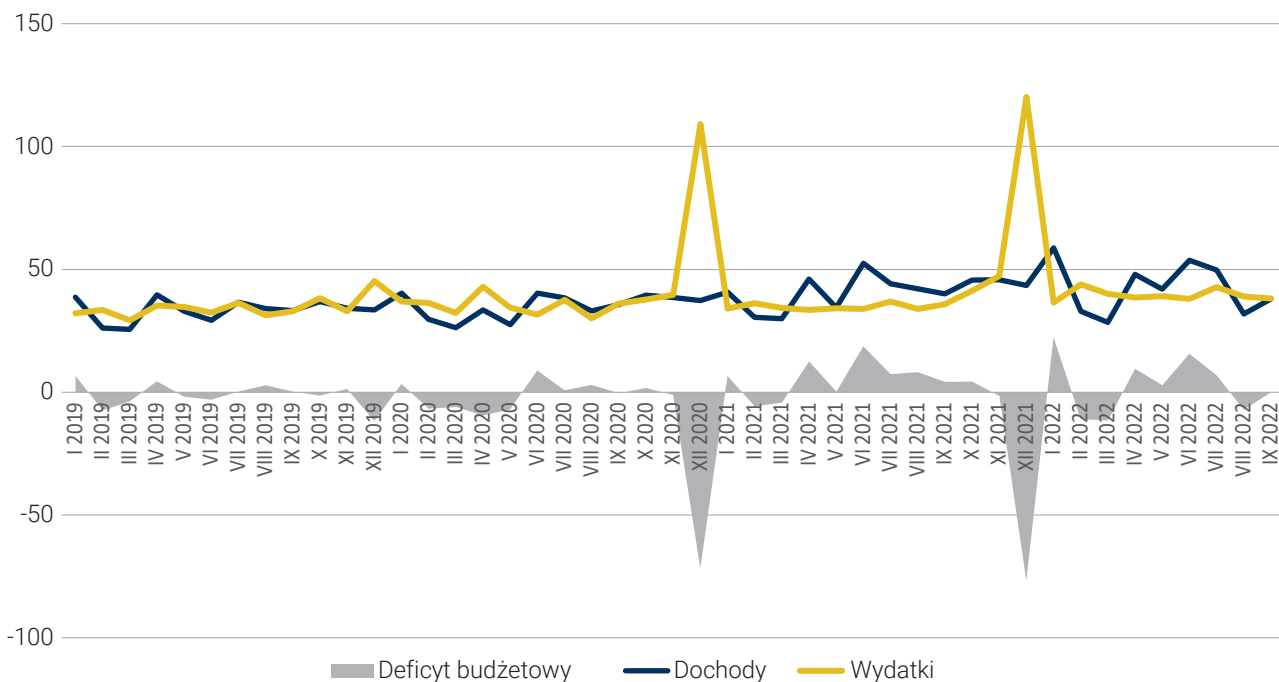
Biorąc pod uwagę poziom planowanych dochodów i wydatków budżetu centralnego w ujęciu nominalnym, można zauważyć ich tendencję wzrostową w analizowanym okresie, przy okresowym zwiększaniu deficytu budżetowego państwa w sytuacjach szczególnych napięć. Na przykład w 2020 roku deficyt budżetowy wyniósł 109,3 mld zł, zaś na rok 2023 jego wysokość planowana jest na 68 mld zł (wykres 3.15.). Należy jednak pamiętać, że do kwoty tej trzeba dodatkowo doliczyć saldo środków dystrybuowanych poza budżetem za pośrednictwem BGK i PFR w ramach programów rzą-

dowych. Wykonanie budżetu w latach 2019–2021 charakteryzowało się zwykle nieznacznym nadwykonaniem po stronie dochodów (średnio 103,7% planu) i mniejszym od planowanego poziomem wydatków (średnio 99,5% planu).

Warto też wspomnieć, że bieżąca ocena okresowych wyników budżetu jest utrudniona przez fakt kumulacji wydatków budżetowych w miesiącu grudniu, co sprawia, że deficyt budżetowy materializuje się *de facto* na koniec danego roku (patrz wykres 3.16.). Praktyka ta nasiliła się zwłaszcza w roku 2020 i 2021. Fakt ten jest o tyle istotny, gdyż informacje na temat bieżącej sytuacji finansowej budżetu są podstawą kształtowania ogólnego obrazu stanu finansów publicznych (nadwyżka versus deficyt), a także jednym z podstawowych parametrów fiskalnych branych pod uwagę w okresowych projekcjach inflacji oraz decyzjach władz monetarnych. W ramach realizowanych w grudniu przesunięć część środków była przekazywana z budżetu państwa do funduszy pozabudżetowych, w tym m.in. do Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 w BGK (np. 14,2 mld zł w 2021 r.), co przyczyniało się do dalszego ograniczenia przejrzystości finansów publicznych.

Wykres 3.15. Planowane dochody, wydatki oraz wynik budżetu państwa w latach 2019–2023


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Wykres 3.16. Realizacja miesięczna wydatków i dochodów budżetu państwa w okresie I 2019–IX 2022 (mld PLN)


Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań operacyjnych Ministerstwa Finansów.

Jeśli chodzi o strukturę dochodów budżetowych, to dominującą pozycję w niej zajmują dochody podatkowe, stanowiąc średnio ok. 90% wszystkich dochodów (patrz wykres 3.17). W zakresie kształtowania ich poziomu w okresie podwyższonej inflacji warto wskazać na cztery istotne aspekty.

Po pierwsze, w związku z przeprowadzaną w 2021 roku reformą podatkową, zwaną umownie „Polskim Ładem”, obniżeniu uległy obciążenia podatkowe znacznej części podatników, a tym samym dochody państwa z tego tytułu. Wprowadzane zmiany obejmowały m.in.: podwyższenie kwoty wolnej od po-



datku i progu podatkowego, likwidację możliwości odliczenia składki zdrowotnej od podatku, zmiany zasady obliczania składki zdrowotnej w przypadku przedsiębiorców czy obniżenie stawek ryczałtu od przychodów ewidencjonowanych. Abstrahując od licznych problemów związanych z przygotowaniem i wdrożeniem reformy, które utrudniają ocenę jej potencjalnych i faktycznych skutków, można w tym miejscu jedynie przywołać, że szacowany w ocenie skutków regulacji ubytek dochodów sektora finansów publicznych z tytułu zmian systemu podatkowego ma opiewać łącznie na kwotę 82,4 mld zł w latach 2021–2031, z czego najwięcej, bo 11,2 mld zł, przypada na 2022 rok. Środki te, pozostając w budżetach gospodarstw domowych, powiększają ich dochód rozporządzalny, stanowiąc automatycznie potencjalne źródło dodatkowej presji inflacyjnej.

Po drugie, jak już wcześniej wspomniano, podwyższona dynamika inflacji przynosi również korzyści fiskalne w postaci dodatkowych dochodów budżetowych z tytułu wyższych wpływów podatkowych. Według szacunków analityków PKO Banku Polskiego, wartość dodatkowych dochodów w formie tzw. podatku inflacyjnego w latach 2021–2022 była pierwotnie szacowana na ok. 41–47 mld zł w budżecie centralnym i ok. 69–76 mld zł (2,5–2,8% PKB) w całym sektorze publicznym¹¹.

Po trzecie, mimo występujących szoków wzrost dochodów budżetowych odbywał się w warunkach relatywnie szybkiego tempa wzrostu wynagrodzeń (wzrost płacy minimalnej w okresie 2019–2022 wyniósł ok. 34%, a przeciętnego wynagrodzenia brutto w gospodarce narodowej – do końca II kwartału 2022 roku – ok. 31%) oraz dodatkowych świadczeń dla emerytów i rencistów (np. 13 lub 14 emerytura). W praktyce, poziom wynagrodzeń poprzez system opodatkowania dochodów wpływa na wysokość wpływów podatkowych państwa.

Po czwarte, na wielkość dochodów budżetowych istotny wpływ mają decyzje o uruchamianiu lub wygaszaniu rządowych tarcz pomocowych. W zależności od rodzaju i charakteru rozwiązania mogą one wpływać pozytywnie lub negatywnie na dynamikę inflacji, a tym samym generowanych przez budżet dochodów. Dla przykładu, jak wskazywał NBP, wdrożenie tarczy antyinflacyjnej miało obniżyć średnioroczną dynamikę cen w 2022 roku o 3,9 punktu

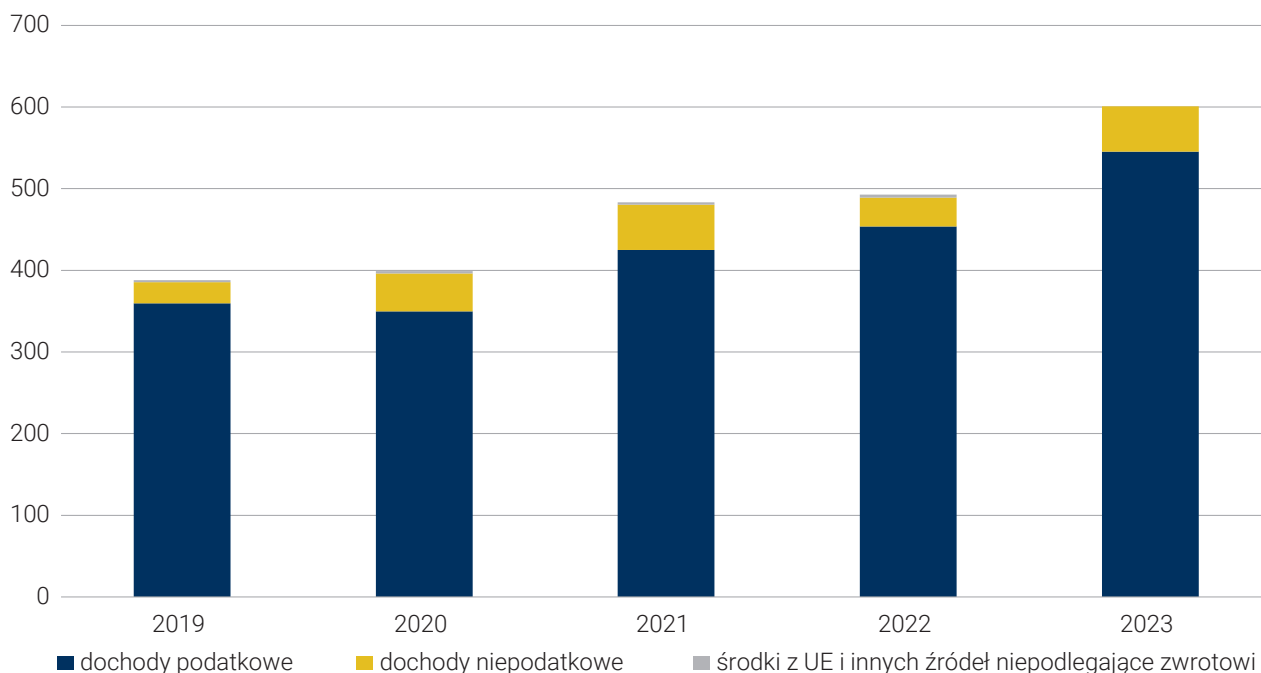
procentowego w porównaniu do scenariusza nieuwzględniającego tego pakietu, zaś jej częściowe wycofanie w 2023 roku ma podnieść inflację o ok. 1,9 punktu procentowego¹².

Po stronie wydatków w kontekście inflacji należy zwrócić szczególną uwagę na pozycje dotyczące wysokości świadczeń na rzecz osób fizycznych oraz wydatków majątkowych. Pierwsza z kategorii obejmuje te wydatki budżetu państwa, które są wypłacane osobom fizycznym bezpośrednio (np. emerytury, renty, zasiłki, stypendia, odszkodowania, rekompensaty) lub pośrednio (np. składki na ubezpieczenie zdrowotne), stanowiąc formę bezzwrotnych i nieodpłatnych transferów. Począwszy od 2022 roku ich wielkość i udział w strukturze wydatków budżetowych dynamicznie rośnie (patrz Wykres 3.18.). Tym samym, gospodarstwa domowe korzystające z tych transferów otrzymują z budżetu państwa zwiększony strumień środków pieniężnych, co przy niskiej stopie oszczędzania stanowi źródło finansowania bieżącej konsumpcji, wzmagające inflację. Z kolei poziom wydatków majątkowych po wyraźnym obniżeniu w 2022 roku ma zostać zwiększony w kolejnym roku do poziomu 57,5 mld zł, co stanowi 8,5% ogółu planowanych wydatków w 2023 roku. Porównanie obu kategorii wskazuje zatem na zwiększoną koncentrację władz fiskalnych na transferach socjalnych, a nie inwestycyjnych. W okresie podwyższonej inflacji, wielkoskalowy wzrost transferów do osób fizycznych należy uznać za czynnik osłabiający skuteczność polityki antyinflacyjnej

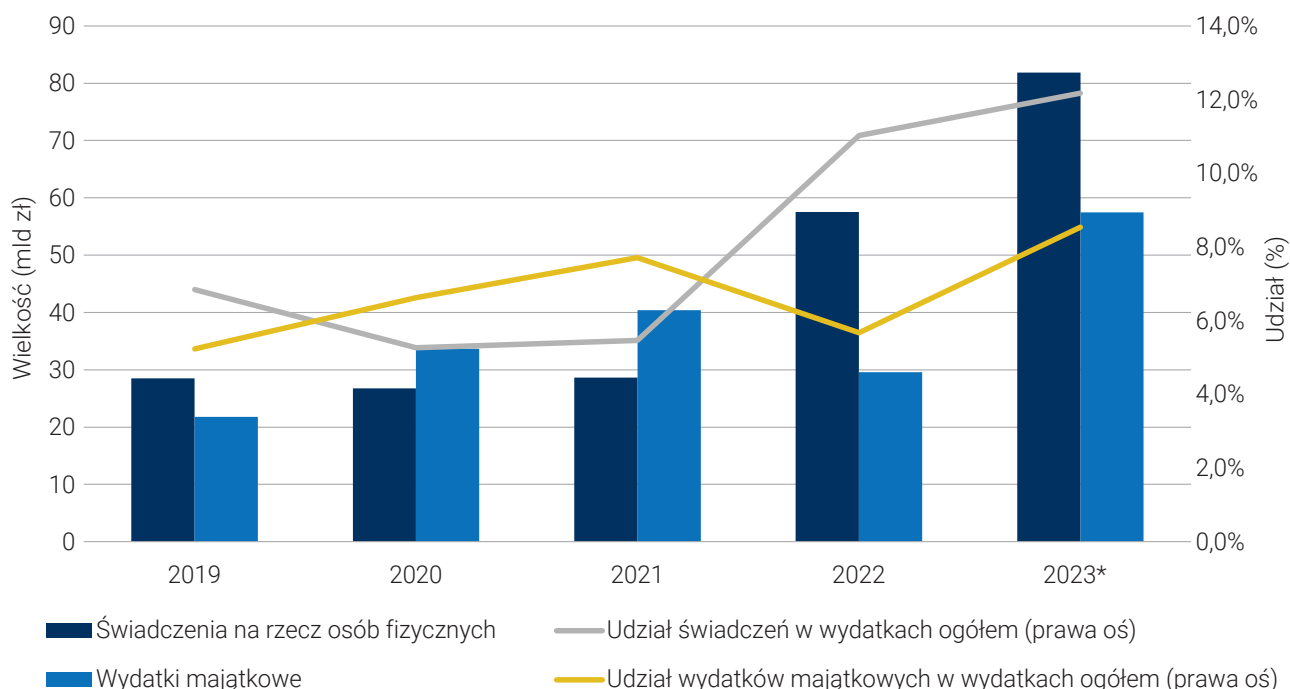
Równocześnie, wraz ze wzrostem poziomu zadłużenia oraz zacieśnianiem polityki pieniężnej i związanym z nim wzrostem stóp procentowych, rosną także wydatki na obsługę długu Skarbu Państwa. W odniesieniu do długu denominowanego w walutach obcych dodatkowym czynnikiem kosztotwórczym mogą być ujemne różnice kursowe wynikające z deprecjacji waluty krajowej. W ujęciu nominalnym, na koniec II kwartału 2022 roku państwowy dług publiczny (PDP) wyniósł łącznie 1175,3 mld zł, a dług sektora *general government* (EDP) – 1453,5 mld zł. W strukturze długu PDP dominował dług krajowy, którego udział wyniósł 75,6%, przy jednoczesnym udziale długu zagranicznego na poziomie 24,4%. Planowane wydatki na obsługę długu Skarbu Państwa w 2023 roku mają wynieść 66 mld zł (tj. 1,99% PKB), a ich udział w wydatkach ogółem wzrośnie (patrz Wykres 3.19). Konieczność zwiększania wydatków

11 PKO BP. Czy stać nas na tarcze? Makro Focus z dnia 02.02.2022, www.pkobp.pl (data pobrania: 04.11.2022).

12 NBP. Raport o inflacji – listopad 2022 r., s. 49.

Wykres 3.17. Struktura dochodów budżetu państwa (mld PLN)


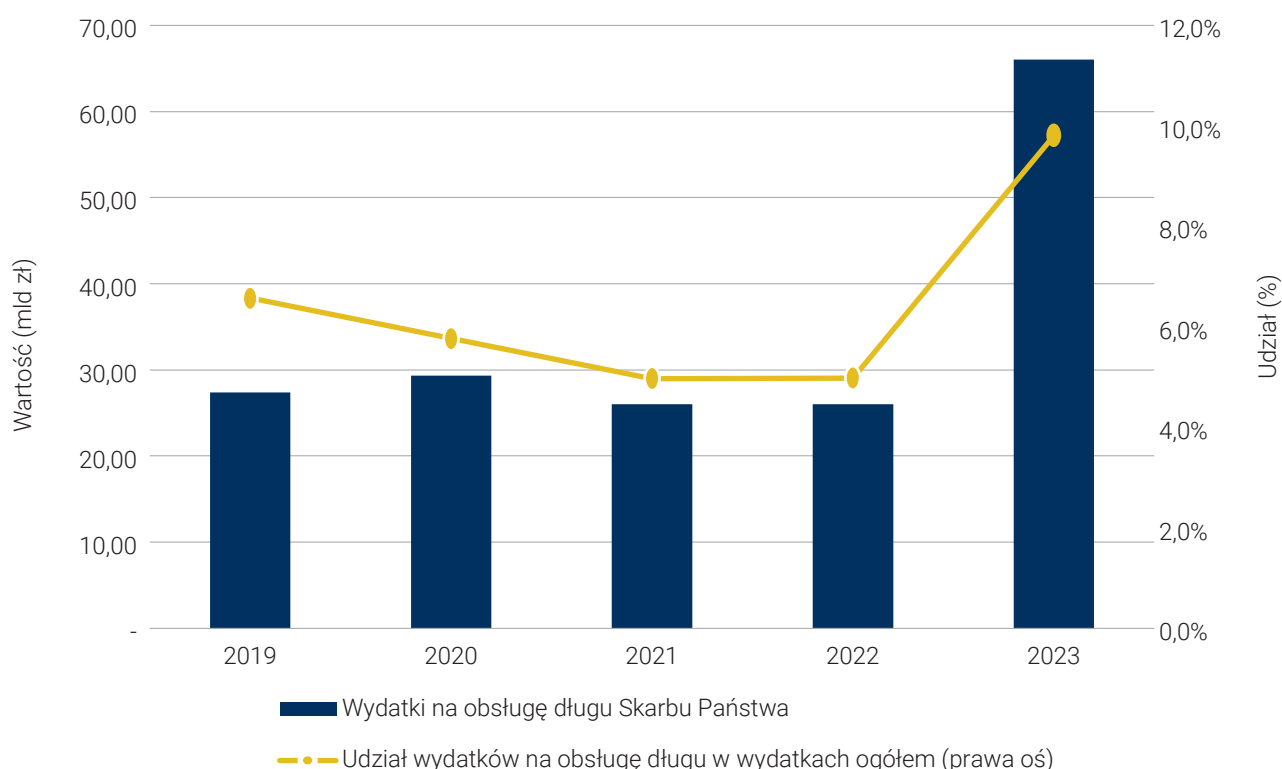
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Wykres 3.18. Wielkość i udział wybranych grup wydatków budżetowych w latach 2018–2023


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

na obsługę długu dotyczy również gwarantowanych przez Skarb Państwa obligacji emitowanych przez BGK i PFR na potrzeby finansowania działań antykrzysowych, oprocentowanych zwykle

wyżej w porównaniu do obligacji skarbowych. Utrzymywanie się podwyższonej inflacji powoduje erozję budżetu przez wzrost obciążeń związanych z obsługą długu.

**Wykres 3.19.** Wydatki na obsługę długu Skarbu Państwa w budżecie (mld zł)

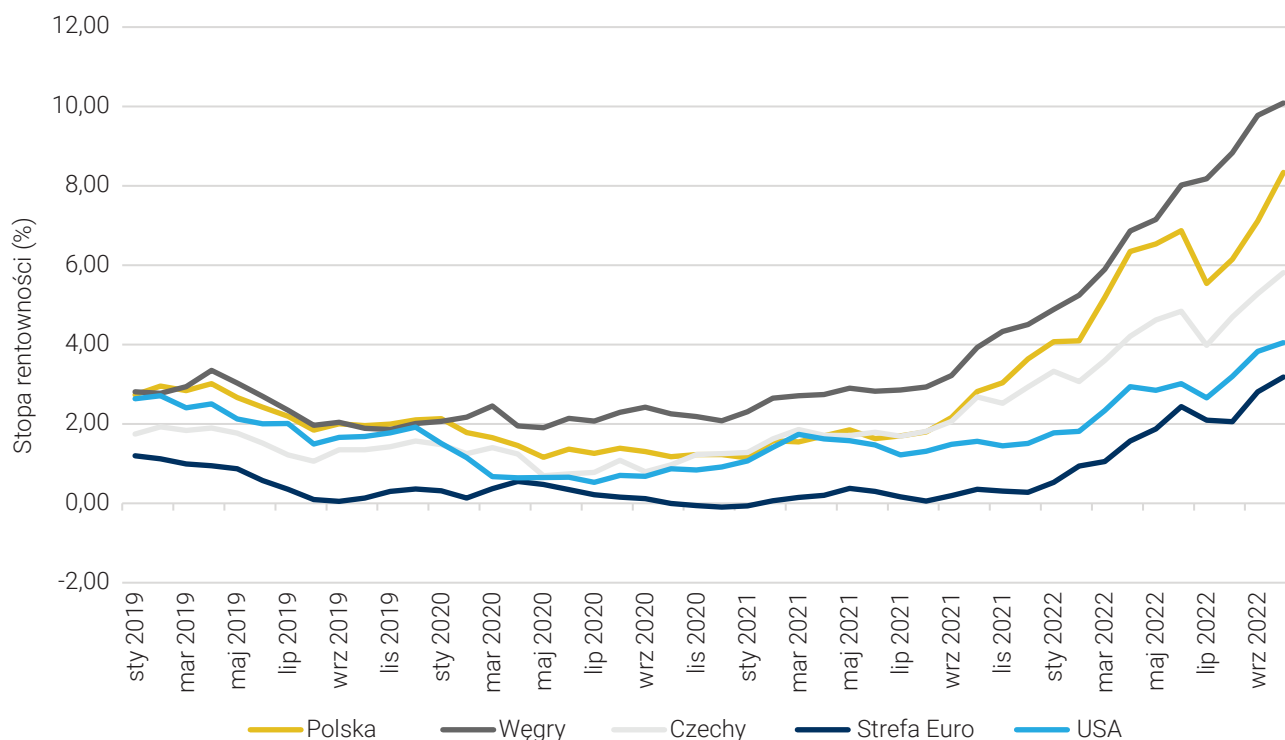
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Wzrost rentowności obligacji skarbowych jest kolejnym z czynników zwiększających koszty obsługi długu publicznego. Jest on pochodną oceny inwestorów co do aktualnej oraz przyszłej sytuacji finansowej państwa i prowadzonej polityki makroekonomicznej. Dynamika wzrostu rentowności obligacji jest szczególnie wysoka od III kwartału 2021 roku (patrz wykres 3.20). Jej częściowym wytłumaczeniem mogą być procesy zewnętrzne, np. determinacja władz monetarnych USA w zwalczaniu podwyższonej inflacji, czy wzrost ryzyka geopolitycznego kraju w związku z konfliktem zbrojnym w Ukrainie, niemniej w znacznym stopniu kształtowana jest ona także pod wpływem czynników krajowych, związanych głównie z ciągnącym się sporem z EU w sprawie praworządności i brakiem uruchomienia wypłat środków o wartości 158,5 mld zł w ramach Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności (KPO) oraz brakiem stanowczości władz monetarnych i fiskalnych w zwalczaniu inflacji.

Wśród innych istotnych obciążeń budżetu państwa determinowanych zwiększoną dynamiką inflacji wymienić należy również koszty waloryzacji świadczeń emerytalno-rentowych. Zgodnie z przepisami ustawy z dnia 17 grudnia 1998 roku o emeryturach i ren-

tach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (Dz.U. z 2022 r. poz. 504, z późn. zm.), emerytury i renty podlegają corocznej waloryzacji o wysokość wskaźnika waloryzacji, który jest równy średniorocznemu wskaźnikowi cen towarów i usług konsumpcyjnych w poprzednim roku kalendarzowym zwiększonym o co najmniej 20% realnego wzrostu przeciętnego wynagrodzenia. W 2023 roku waloryzacja ma mieć charakter kwotowo-procentowy przy wskaźniku waloryzacji prognozowanym na poziomie 113,8%, a na ten cel przeznaczono środki w wysokości 41,8 mld zł (łącznie ze skutkiem finansowym waloryzacji rocznego świadczenia pieniężnego dla emerytów i rencistów – tzw. 13. emerytury). Szacowane skutki finansowe dodatkowych kosztów zwiększenia najniższej emerytury i renty (do kwoty 1588,44 zł miesięcznie) oraz gwarancji podniesienia wysokości świadczeń (o nie mniej niż 250 zł ponad koszty waloryzacji ustawowej prognozowanym wskaźnikiem waloryzacji) opiewają na kwotę ok. 2,3 mld zł w skali 10 miesięcy¹³.

13 Ministerstwo Rodziny i Polityki Społecznej, W przyszłym roku najniższa emerytura i renta wzrosną co najmniej o 250 zł, www.gov.pl.

Wykres 3.20. Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

3.2.2. Działania zaradcze władz fiskalnych

3.2.2.1. Działania antyinflacyjne a osłowne

Podejmując próbę oceny wpływu polityki fiskalnej na stopę inflacji, należy na wstępie zwrócić uwagę na dwie zasadnicze grupy działań podejmowanych przez politykę fiskalną względem inflacji, które są często niesłusznie określane działaniami antyinflacyjnymi, gdyż część tych działań ma charakter proinflacyjny. Pierwsza grupa działań ma na celu obniżenie wskaźnika inflacji, natomiast druga złagodzenie skutków podwyższonej inflacji dla określonych grup społecznych lub dla całego społeczeństwa. Działania podejmowane przez rząd (władze fiskalne) w tym zakresie powinny uwzględniać charakter (źródła) podwyższonej inflacji. Chodzi przede wszystkim o wskazanie czy przyczyną inflacji są szoki o charakterze podażowym czy popytowym. Jak wynika z naszych wcześniejszych rozważań inflacja w Polsce ma w głównej mierze charakter popytowy, co oznacza, że inflacji ograniczyć całkowicie nie można bez ograniczenia popytu (dynamiki popytu). Inaczej mówiąc skuteczność polityki dezinflacyjnej uwarunkowana jest pogorszeniem sytuacji materialnej całego społeczeństwa lub wybranych jego grup. Uznanie tego faktu oraz podjęcie odpowiednich działań

mających na celu ograniczenie inflacji jest niezwykle trudne ze względów politycznych. W rezultacie żyjemy w świecie iluzji, w którym politycy utrzymują, że skutki inflacji dla poszczególnych obywateli i podmiotów gospodarczych mogą być rekompensowane ze środków budżetowych. Teza ta do pewnego stopnia byłaby prawdziwa, gdyby inflacja miała charakter podażowy. Ceny energii nie będą rosły w nieskończoność i jeżeli zaczęły spadać lub przynajmniej przestaną rosnąć, to po upływie pewnego czasu po spadku lub stabilizacji cen energii ich wpływ na inflację będzie ujemny lub przynajmniej neutralny – np. ceny energii w Polsce najsilniej rosły od lutego do czerwca 2022 roku (15,3% w lutym, 38,8% w czerwcu), po czym wskaźnik wzrostu tych cen obniżył się (do 36,4 w lipcu oraz 35,3 w sierpniu). W rezultacie od lutego do czerwca wzrastał wpływ cen energii i żywności na poziom CPI (z 21,2% w lutym do 41,3% w czerwcu). W lipcu i sierpniu udział ten zaczął spadać (odpowiednio 41,4% w lipcu i 38,5% w sierpniu).

3.2.2.2. Główne rządowe instrumenty osłowne przed inflacją

Dynamiczny wzrost poziomu cen, w szczególności cen energii, gazu zimnego i żywności, wymusił na władzach fiskalnych konieczność wdrożenia pa-



kietu stosownych rozwiązań osłonowych, ukierunkowanych na choć częściową, ochronę społeczeństwa i wybranych grup podmiotów publicznych lub prywatnych przed negatywnymi skutkami tego zjawiska. Rozwiązania te były wprowadzane do porządku prawnego sukcesywnie począwszy od grudnia 2021 roku i mając charakter okresowy obejmują swym zakresem (według stanu na listopad 2022 roku) szerokie spektrum instrumentów, wchodzących w skład tzw. tarcz rządowych, tj.¹⁴:

- ▶ Rządowej Tarczy Antyinflacyjnej,
- ▶ Rządowej Tarczy Energetycznej,
- ▶ Rządowej Tarczy Solidarnościowej,

a także dodatkowe formy wsparcia dla wybranych gospodarstw domowych, jak np. rządowe wakacje kredytowe lub świadczenia dla emerytów i rencistów w ramach programu Emerytura+.

Najważniejszymi elementami Rządowej Tarczy Antyinflacyjnej są przede wszystkim obniżki stawek podatków pośrednich, w tym m. in. :

- ▶ obniżenie stawki VAT na gaz ziemny z 23% do 0%,
- ▶ zniesienie akcyzy i obniżenie stawki VAT na energię elektryczną z 23% na 5%,
- ▶ obniżenie stawki VAT na ciepło do 5%,
- ▶ obniżenie akcyzy i stawki VAT na paliwa z 23% do 8%,
- ▶ obniżenie stawki VAT na żywność do 0%,
- ▶ obniżenie stawki VAT na nawozy do 0%.

Z kolei podstawą Rządowej Tarczy Energetycznej są dopłaty lub rekompensaty dla gospodarstw domowych, podmiotów wrażliwych (tj. szkół, szpitali, domów pomocy społecznej itp.) i przedsiębiorstw energetycznych, mające na celu złagodzenie lub ograniczenie wzrostu cen końcowych energii. Wśród rozwiązań dedykowanych gospodarstwom domowym w tym zakresie wyróżnić można w szczególności:

- ▶ ochronę taryfową dla odbiorców wykorzystujących gaz ziemny (na poziomie cen zatwierdzonych przez Prezesa URE pod koniec 2021 roku);
- ▶ dodatek węglowy w wysokości 3000 zł dla gospodarstw domowych, których źródłem ogrzewania jest węgiel lub paliwa węglopochodne;
- ▶ dodatki dla użytkowników innych źródeł ciepła na zakup pelletu drzewnego i innych rodzajów biomasy, z wyłączeniem drewna kawałkowego (3000 zł), drewna kawałkowego (1000 zł), gazu skroplonego LPG (500 zł) lub oleju opałowego (2000 zł);
- ▶ dodatek osłonowy dla gospodarstw domowych o niskich dochodach (tzn. w których przeciętne miesięczne dochody nie przekraczają 2100 zł w gospodarstwie jednoosobowym albo 1500 zł na osobę w gospodarstwie wieloosobowym), stanowiący pomoc w pokryciu części kosztów energii oraz w pokryciu powiązanych z nimi rosnących cen żywności i usług.

Dla odbiorców wrażliwych zaplanowano natomiast wsparcie w formie:

- ▶ dodatku dla podmiotów, które nie są przyłączone do sieci gazowej i sieci ciepłowniczej, umożliwiającego pokrycie 40% wzrostu kosztów ogrzewania na sezon;
- ▶ gwarantowanej ceny energii elektrycznej na 2023 rok w wysokości 785 zł/MWh.

Z kolei w ramach systemu wsparcia przedsiębiorstw energetycznych wprowadzono:

- ▶ mechanizm średniej ceny wytwarzania z rekompensatą dla przedsiębiorstw energetycznych wytwarzających ciepło systemowe dostarczane z przeznaczeniem na cele mieszkaniowe i użyteczności publicznej, mającego zastosowanie, gdy średnia cena wytwarzania ciepła w źródle przekroczy wartość: 150,95 zł/GJ netto dla ciepła wytwarzanego na podstawie gazu ziemnego lub oleju opałowego, albo 103,82 zł/GJ netto dla ciepła wytwarzanego w pozostałych źródłach ciepła;
- ▶ mechanizm rekompensat dla przedsiębiorstw energetycznych (sprzedawców gazu), gwarantujący ciągłość dostaw paliwa gazowego

14 <https://www.gov.pl/web/chronimyrozdiny/rzadowa-tarcza-antyinflacyjna> (04.11.2022).

dla odbiorców w gospodarstwach domowych i podmiotów wrażliwych po obniżonych i stałych cenach.

Podstawowym celem Rządowej Tarczy Solidarnościowej jest zagwarantowanie stałej ceny energii elektrycznej dla zużycia rocznego w 2023 roku na poziomie 2000 kWh dla gospodarstw domowych, 2600 kWh dla osób z niepełnosprawnościami lub 3000 kWh dla rodzin wielodzietnych (z Kartą Dużej Rodziny) i gospodarstw rolnych. Przyjęcie określonych limitów zużycia energii, poza formą obniżania kosztów budżetów domowych, ma również na celu stymulowanie działań oszczędnościowych w zakresie zużycia energii. Przekroczenie przyjętych limitów będzie skutkowało koniecznością zapłaty wyższej ceny jednostkowej za nadwyżkową część zużytej energii, której cena maksymalna w 2023 roku została ustalona na poziomie 693 zł/MWh. Szacowany koszt tarczy solidarnościowej to ponad 30 mld zł (ok. 1% PKB)¹⁵.

Kolejny z komponentów rządowego systemu osłonowego dotyczy pomocy dla kredytobiorców. Tzw. wakacje kredytowe to rozwiązanie dla osób posiadających kredyt hipoteczny w krajowej walucie zaciągnięty przed 1 lipca 2022 roku na własne potrzeby mieszkaniowe, którego termin spłaty mija co najmniej po upływie 6 miesięcy od tej daty. Jego istotą jest prawo kredytobiorcy do zawieszenia spłaty maksymalnie ośmiu rat kredytu w okresie 2022–2023, dzięki czemu istnieje możliwość redukcji bieżących wydatków gospodarstw domowych w okresie wysokiej inflacji. Poza wakacjami kredytowymi należy w tym miejscu również wymienić pomoc z Funduszu Wsparcia Kredytobiorców dla kredytobiorców hipotecznych, którzy znaleźli się w trudnej sytuacji finansowej i są zobowiązani do spłaty rat kredytu mieszkaniowego lub którzy dokonali sprzedaży kredytowanej nieruchomości, lecz kwota transakcyjna nie wystarczyła na pokrycie całego zobowiązania wobec banku (promesa lub pożyczka na spłatę zadłużenia). W przeciwieństwie do wymienionych wcześniej tarcz rządowych, pomoc dla kredytobiorców nie jest wydatkiem z budżetu państwa lub funduszy pozabudżetowych, lecz stanowi bieżące obciążenie sektora bankowego.

Ważnym instrumentem osłonowym dedykowanym dla grupy emerytów i rencistów jest program dodatkowych świadczeń emerytalnych lub rentowych w formie 13. lub 14. emerytury. Program wypłacania 13. emerytury został zainicjowany w 2019 roku, a od 2020 roku świadczenie to jest zagwarantowane ustawowo dla wszystkich emerytów i rencistów w Polsce bez względu na poziom uzyskiwanych przez nich dochodów. Z kolei wypłacana od 2021 roku 14. emerytura, planowana pierwotnie jako jednorazowe wsparcie, którego wysokość jest uzależniona od poziomu uzyskiwanych dochodów, została również przedłużona na 2022 rok. Ich szacunkowy koszt wynosi:

- ▶ 10,8 mld zł w 2019 roku (13. emerytura),
- ▶ 11,7 mld zł w 2020 roku (13. emerytura),
- ▶ 22 mld zł w 2021 roku (13. i 14. emerytura),
- ▶ 25 mld zł w 2022 r. (13. i 14. emerytura).

Według szacunków NBP, łączny koszt dla finansów publicznych funkcjonowania rządowego wsparcia antyinflacyjnego może wynieść ok. 2.3% PKB w 2022 roku oraz ok. 2% PKB w 2023 roku¹⁶, na co składają się koszty z tytułu:

- ▶ obowiązywania niższych stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej – odpowiednio 1% PKB w 2022 r. i 0,4% PKB w 2023 roku;
- ▶ dodatków osłonowych oraz transferów do gospodarstw domowych, które używają węgla (i innych paliw oraz energii elektrycznej) do ogrzewania oraz dotacje dla dystrybutorów węgla – odpowiednio 0,6% PKB i 0,1% PKB;
- ▶ rekompensat dla sprzedawców gazu, ciepła i energii elektrycznej za sprzedaż po cenach regulowanych dla gospodarstw domowych i jednostek użyteczności publicznej – odpowiednio 0,4% PKB i 1,1% PKB;
- ▶ dopłat do cen energii elektrycznej oraz gazu dla przedsiębiorstw energochłonnych – odpowiednio 0,2% PKB i 0,3% PKB;
- ▶ dopłat do cen nawozów dla rolników – 0,1% PKB w samym 2022 roku.

¹⁵ Rudke M. Tarcza solidarnościowa nie rozwiąże problemu drożejącej energii. Inflacja i stopy procentowe będą wysokie, <https://businessinsider.com.pl> (data dostępu: 2022.11.12).

¹⁶ NBP. Raport o inflacji – listopad 2022, s. 49.



Z kolei koszty dla sektora bankowego z tytułu strat odsetkowych od czasowego zawieszenia spłaty kredytu (uzależnione od liczby kredytobiorców, którzy z tej możliwości skorzystają), wpłat na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców oraz utworzenia systemu ochrony instytucjonalnej dla banków komercyjnych były szacowane w 2022 roku na ok. 0,3–0,5% PKB¹⁷.

Należy zaznaczyć, że przedstawione powyżej główne instrumenty osłonowe będą podlegać istotnym modyfikacjom w 2023 roku. Jedną z przyczyn koniecznych zmian jest niezgodność z prawem europejskim rozwiązań dotyczących obniżek stawek podatku VAT. Na moment przygotowywania niniejszego raportu ostateczny kształt zmodyfikowanych rozwiązań nie był jeszcze znany.

3.2.2.3. Ocena działań osłonowych

Niezależnie od kierunku dalszej ewolucji zmian programu osłonowego, na tym etapie można dokonać ogólnej oceny jego parametrów pod kątem wpływu na poziom inflacji. Jak już wspomniano, podstawowym instrumentem oddziaływania polityki fiskalnej były obniżki podatków pośrednich. Trzeba jednak mieć na uwadze, że w niedługiej przyszłości stawki VAT i akcyzy powrócą do poprzednich poziomów, co automatycznie przełoży się na ponowny wzrost inflacji. Można zatem stwierdzić, że działanie to ma wyraźnie tymczasowe skutki, które ustąpią, gdy stawki podatkowe powrócą do poprzednich poziomów.

Analizując te działania warto zastanowić się, jaki wpływ mają one na ogólne uwarunkowania inflacji. Otóż należy podkreślić, że mają one wpływ negatywny, tzn. zwiększają presję inflacyjną w gospodarce, a w konsekwencji samą inflację. Niższe podatki pośrednie na energię czy żywność oznaczają, że w kieszeniach konsumentów energii i żywności pozostają dodatkowe zasoby pieniądza, które są wydatkowane na inne dobra i usługi, przyczyniając się do wzrostu ich cen. Obniżka tych podatków byłaby neutralna dla inflacji, gdyby nie przyczyniała się do wzrostu deficytu budżetowego. Jeżeli ubytek dochodów budżetu rekompensowany jest wzrostem zadłużenia, to w dłuższym okresie powoduje wzrost presji inflacyjnej. Ponadto należy pokreślić, że stawki podatku VAT na energię czy żywność zostaną w końcu pod-

niesione, co przyczyni się do skokowego wzrostu inflacji w momencie powrotu stawek VAT do wyjściowego poziomu.

Drugą grupą działań o charakterze fiskalnym są działania mające zrekompensować skutki wzrostu cen wybranych dóbr i usług poszczególnym grupom społecznym lub ogółowi społeczeństwa. Nie wchodząc w tym miejscu w szczegółową analizę różnego rodzaju działań podejmowanych przez rząd, które zostały omówione w rozdziale poprzednim, można ogólnie stwierdzić, że przyczyniają się one do wzrostu presji inflacyjnej, a w konsekwencji samej inflacji. Działania polegające na zwiększaniu transferów budżetowych do sektora prywatnego, jeżeli finansowane są przyrostem deficytu budżetowego przyczyniają się do wzrostu zasobów pieniądza w posiadaniu sektora prywatnego, do wzrostu łącznego popytu w gospodarce i w ostateczności do wzrostu inflacji. W tym sensie działania rządu neutralizują działania banku centralnego (podwyżki stóp procentowych), przyczyniając się do obniżenia skuteczności polityki antyinflacyjnej, która jest, zgodnie z obowiązującymi regulacjami prawnymi domeną banku centralnego.

Analizując istotę transferów budżetowych lub pozabudżetowych, których celem jest rekompensowanie skutków wzrostu cen dla sektora prywatnego, przede wszystkim gospodarstw domowych, należy zwrócić uwagę na zakres podmiotów objętych tymi transferami. Racjonalna polityka w tym zakresie powinna polegać na kierowaniu transferów do tych podmiotów, które ze względów ekonomiczno-społecznych w uzasadniony sposób wymagają takiej pomocy. Tymczasem w przeważającej części transfery te kierowane są do szerokich grup społecznych bez stosowania kryteriów dochodowych czy majątkowych. W tym zakresie działania władz fiskalnych są dalekie od efektywnego gospodarowania środkami publicznymi, a realizowane programy pomocowe pozbawione mechanizmów umożliwiających adresowanie środków do osób najbardziej potrzebujących stanowią *de facto* wypaczenie idei polityki socjalnej.

Dokonując oceny sygnalizowanych wyżej działań rekompensujących skutki wzrostu cen należy mieć na uwadze źródła inflacji. Jak podkreślaliśmy wielokrotnie inflacja w Polsce ma w głównej mierze charakter popytowy, co oznacza, że działania te są mało skuteczne. Wzrost cen jest przejawem inflacji, ale z drugiej strony ograniczenie popytu powoduje tendencje odwrotną, tzn. spadek cen. Jeżeli skutki wzrostu cen są w pełni rekompensowane, to prowa-

17 NBP, Raport o inflacji – lipiec 2022, s. 57.

dzi to do utrwalenia inflacji. Takie działania mogłyby być skuteczne, gdyby inflacja miała całkowicie charakter podażowy, czyli byłaby spowodowana wzrostem cen energii i żywności.

Reasumując ten fragment rozważań, można stwierdzić, że ponieważ źródłem inflacji jest rozbieżność pomiędzy efektywnym popytem i możliwościami jego zaspokojenia, toteż podstawowym warunkiem sprowadzenia inflacji do pożądanego poziomu jest zlikwidowanie tej rozbieżności (przywrócenie równowagi pomiędzy podażą a popytem na dobra i usługi). Racjonalnymi działaniami o charakterze fiskalnym w tych warunkach byłyby działania mające na celu ograniczenie globalnego popytu w gospodarce, co w sposób skuteczny można osiągnąć poprzez podwyżki podatków, zwłaszcza podatków dochodowych lub też zmniejszenie deficytu budżetowego (wzrost nadwyżki budżetowej). W istniejących uwarunkowaniach ekonomicznych, społecznych i politycznych realizacja takiej polityki jest mało prawdopodobna, co w praktyce oznacza, że inflacja w Polsce będzie wyższa i trwać będzie znacznie dłużej niż byłoby o możliwe, gdyby wdrożono skuteczną politykę antyinflacyjną.

3.2.3. Wiarygodność polityki fiskalnej w zwalczaniu inflacji

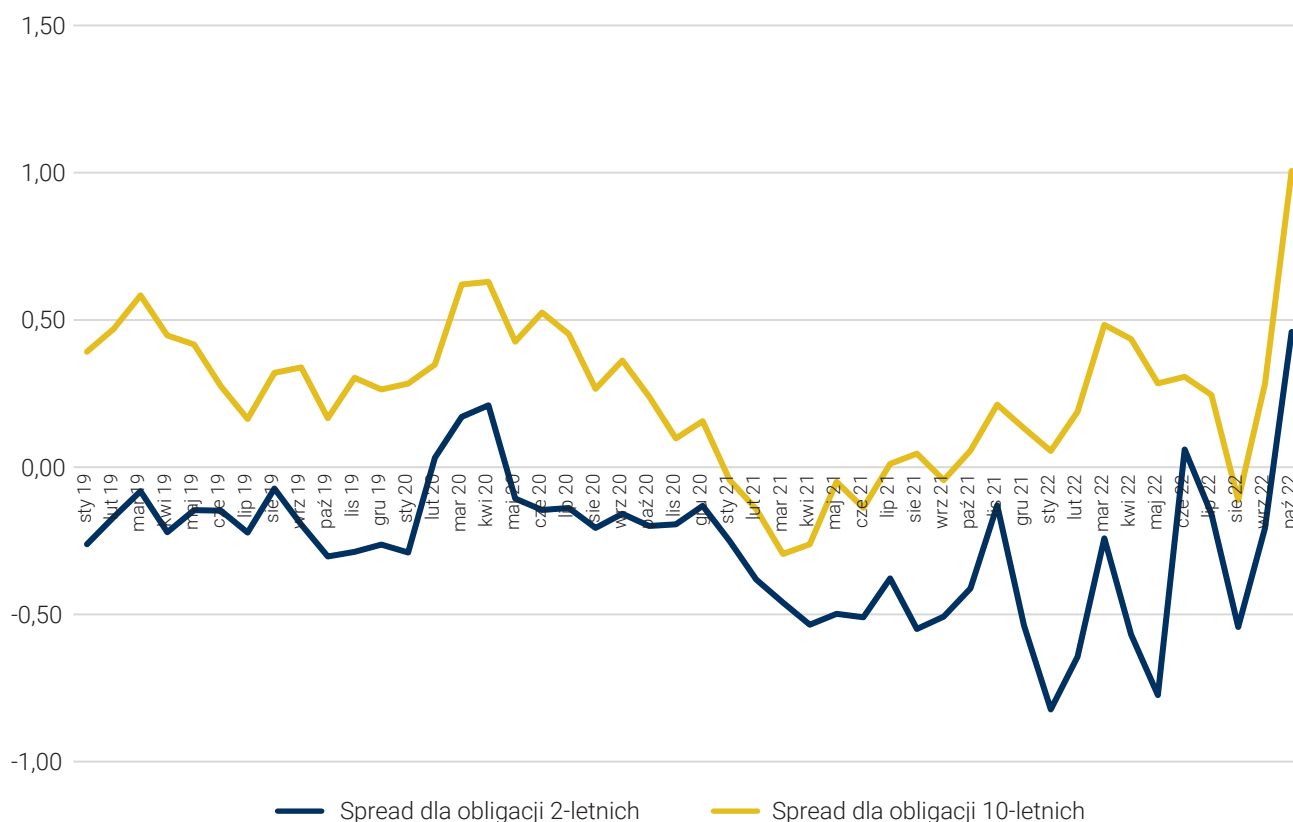
Wiarygodność polityki fiskalnej jest fundamentem efektywnego zarządzania finansami publicznymi oraz budowania zaufania do państwa na poziomie krajowym i międzynarodowym. W ogólnym ujęciu, odzwierciedla ona zdolność władz fiskalnych do utrzymania równowagi budżetowej i obsługi długu publicznego. Jej warunkiem koniecznym jest jawność i przejrzystość finansów publicznych, w tym jakość i zakres informacji na temat źródeł i kierunków finansowania działań publicznych. Od nich bowiem zależy właściwa diagnoza zachodzących procesów w gospodarce oraz skuteczność podejmowanych przez władze publiczne decyzji. Jest to szczególnie istotne w okresach napięć i szoków w gospodarce, kiedy zachwiana zostaje stabilność finansowa państwa i obywateli, a ewentualne błędy w ocenie sytuacji i doborze środków zaradczych mogą spotęgować negatywne skutki wstrząsów w gospodarce lub utrwalić je w dłuższym okresie.

Tymczasem w Polsce od początku pandemii obraz ogólnej sytuacji finansowej kraju jest mało czytelny i ulega zniekształceniu, zwłaszcza w obszarze zarządzania długiem publicznym i finansowania

zadań publicznych ze środków zarządzanych przez PFR oraz BGK w ramach funduszy pozabudżetowych (np. Fundusz Przeciwdziałania COVID-19, program Tarcza Finansowa). Mechanizm przenoszenia znacznej części środków publicznych do wehikułów pozabudżetowych, choć zapewnia pewną elastyczność w realizacji krótkoterminowych działań antykrzysowych, to w dłuższym horyzoncie jest istotnym źródłem ryzyka dla stabilności sektora finansów publicznych oraz czynnikiem ograniczającym wiarygodność polityki fiskalnej. Jest też daleki od międzynarodowych standardów i dobrych praktyk w zakresie zarządzania finansami publicznymi. Dla przykładu, zgodnie z kodeksem OECD Best Practices for Budget Transparency (pkt.1.1.) to „budżet państwa jest podstawowym dokumentem formułującym politykę rządu. Powinien być kompleksowy, obejmować wszystkie dochody i wydatki, tak aby możliwa była ocena koniecznych kompromisów pomiędzy różnymi potrzebami państwa”¹⁸. Aktualnie ten standard w Polsce nie jest spełniony. Brak rzetelnych informacji na temat skali i efektywności wydatków publicznych realizowanych w ramach uruchomionych wehikułów pozabudżetowych (PFR, BGK), utrudnia skuteczną walkę z inflacją.

Wiarygodność fiskalna zależy również od przyjętych rozwiązań instytucjonalno-prawnych. Do jej wzmacniania wykorzystuje się różnego rodzaju mechanizmy i reguły fiskalne, mające na celu stabilizację i zwiększenie bezpieczeństwa sektora finansów publicznych. Przykładem takiego rozwiązania jest m.in. obowiązująca od 2014 roku w Polsce stabilizacyjna reguła wydatkowa. Określa ona nieprzekraczalny limit wydatków publicznych w roku budżetowym i dostosowuje tempo wzrostu wydatków instytucji rządowych i samorządowych (*general government sektor*) do średniookresowego realnego tempa wzrostu PKB, skorygowanego o poziom inflacji. Wraz z początkiem pandemii w 2020 roku jej działanie zostało zawieszone, a decyzja ta podlegała przedłużaniu na kolejne lata, w tym na 2023 rok. W kontekście konieczności zwalczania podwyższonej inflacji fakt ten należy uznać za niepokojący, gdyż stwarza przestrzeń do nadmiernej ekspansji wydatków publicznych, a tym samym zwiększa ryzyko utrwalenia procesów inflacyjnych. Automatycznie obniża też wiarygodność fiskalną kraju, zwłaszcza

18 OECD Best Practices for Budget Transparency, <http://www.oecd.org>, (data dostępu 2022-11-18).

**Wykres 3.21.** Poziom spreadu kapitałowego dla dwuletnich i 10-letnich obligacji skarbowych w PLN

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

w oczach inwestorów instytucjonalnych, co przekłada się na wzrost kosztów finansowania długu.

Opisane powyżej aspekty nie są jedynymi determinantami wiarygodności fiskalnej Polski, niemniej zostały one szczególnie zaakcentowane ze względu na ryzyko, jakie niosą ze sobą na przyszłość. Oczywiście, na poziom wiarygodności mają też wpływ inne czynniki, a ogólny poziom zaufania do kraju może być odzwierciedlony za pomocą różnych wskaźników. Jednym z nich są oceny światowych agencji ratingowych. W tym zakresie podkreślić należy, że także w okresie podwyższonej inflacji rating Polski cechuje się stabilnością, utrzymując się dla długoterminowych zobowiązań w walucie obcej na poziomie A2 w agencji Moody's i jeden poziom niżej, tj. A-, w agencjach Fitch i S&P. Jest to ważne, gdyż ma przełożenie na koszty obsługi długu, stabilna perspektywa została utrzymana również po zakończeniu tzw. jesiennej rundy przeglądów ratingu w 2022 roku. Pamiętać jednak należy, że oceny agencji ratingowych, jak pokazują doświadczenia z czasu kryzysu subprime czy upadek spółki Enron, bywają zawodne, stąd należy je traktować z odpowiednią ostrożnością.

Ważnym wskaźnikiem poziomu zaufania do polityki fiskalnej wykorzystywanym przez uczestników rynków finansowych są tzw. spready kapitałowe (spread asset swap). Stanowią one różnicę między rentownościami obligacji skarbowych a oczekiwaniami inwestorów w zakresie krajowej polityki pieniężnej, odzwierciedlonymi w wysokości oprocentowania kontraktów Interest Rate Swap (IRS) o porównywalnym czasie trwania. Wzrost spreadów kapitałowych wiąże się zwykle z pogorszeniem wiarygodności emitenta papierów skarbowych i oznacza zwiększenie oczekiwanej przez inwestorów premii za ryzyko fiskalne. W przypadku Polski, w okresie ostatnich kilku miesięcy obserwowany jest wyraźny wzrost tej premii zarówno w segmencie obligacji 10-letnich (do 1,01 punktu procentowego), jak i dwuletnich (do 0,46 punktu procentowego), co można łączyć m.in. z rosnącą niepewnością w obszarze polityki fiskalnej i brakiem determinacji władz fiskalnych w zwalczaniu inflacji (patrz wykres 3.21).

W sposób kompleksowy, poziom wiarygodności fiskalnej można przedstawić również za pomocą miar syntetycznych. Jedną z nich jest syntetyczny indeks wiarygodności ekonomicznej państwa w obszarze

finansów publicznych opracowany przez zespół pod kierunkiem prof. Jerzego Hausnera¹⁹. Uwzględnia on cztery wymiary kształtowania wiarygodności i składa się łącznie z 17 wskaźników cząstkowych:

1) Ocena wiarygodności fiskalnej przez rynki finansowe:

- ▶ Uśredniony rating kredytowy kraju z trzech najważniejszych agencji ratingowych;
- ▶ Pięcioletnie kontrakty CDS;
- ▶ Spread długookresowej stopy procentowej (do Niemiec).

2) Stan finansów publicznych:

- ▶ dług publiczny – jako procent PKB;
- ▶ wynik nominalny – jako procent PKB;

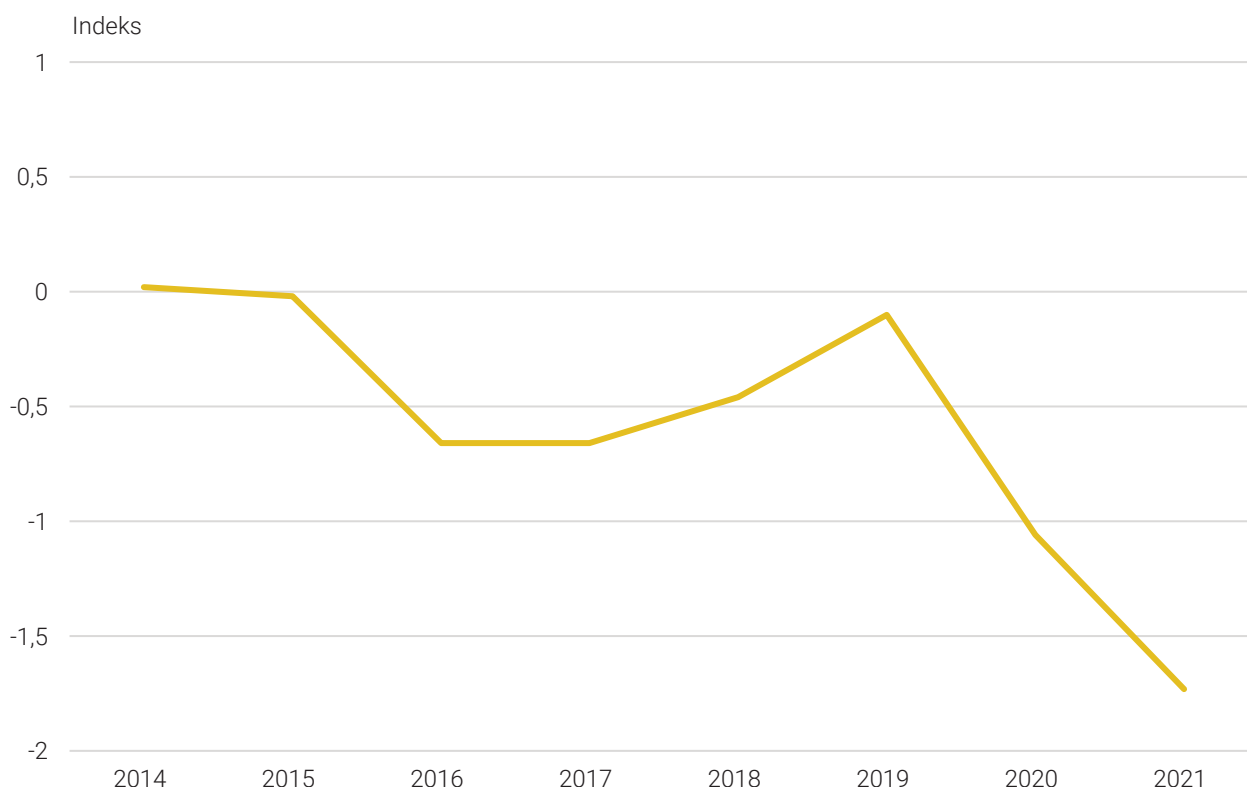
- ▶ wynik strukturalny – jako procent PKB;
- ▶ odchylenie deficytu nominalnego od 3 procent PKB;
- ▶ odchylenie deficytu strukturalnego od 1 procenta PKB;
- ▶ procedura nadmiernego deficytu (EDP).

3) Jakość reguł fiskalnych, jakość i przejrzystość systemu finansów publicznych, dezintegracja finansów publicznych:

- ▶ indeks reguł fiskalnych (Standardised fiscal rules index);
- ▶ dług poza kontrolą parlamentu – indykator (procent długu według ESA);
- ▶ różnica deficytu krajowego względem deficytu według metodologii UE (procent deficytu sektora centralnego według ESA);
- ▶ wykorzystywanie obligacji zamiast dotacji (procent deficytu sektora centralnego według ESA);

¹⁹ Hausner J. (red.), Indeks wiarygodności ekonomicznej Polski, Fundacja Gospodarki i Administracji Publicznej, Kraków 2022.

Wykres 3.22. Indeks wiarygodności ekonomicznej państwa w obszarze finansów publicznych



Źródło: Hausner J. (red.), Indeks wiarygodności ekonomicznej Polski, Fundacja Gospodarki i Administracji Publicznej, Kraków 2022, s. 92.



- ▶ indeks przejrzystości finansów publicznych Open Budget Survey OBI.
- 4) Przejrzystość, przewidywalność, skomplikowanie i efektywność systemu danin publicznych:
- ▶ indeks międzynarodowej konkurencyjności podatkowej;
- ▶ Barometr Prawa Grant Thornton w zakresie ustaw podatkowych;
- ▶ Paying Taxes index.

Nie wchodząc w tym miejscu w szczegóły dotyczące konstrukcji i interpretacji poszczególnych subindeksów można ogólnie wskazać, że stanowią one zbiór kluczowych parametrów oceny polityki fiskalnej. Gwałtowny spadek indeksu po 2019 roku (patrz Wykres 3.22) jest potwierdzeniem pogarszającego się poziomu wiarygodności fiskalnej Polski. W okresie podwyższonej inflacji (2021–2022) jej głęboka erozja była determinowana przede wszystkim pogorszeniem sytuacji w obszarze jakości reguł fiskalnych, jakości i przejrzystości systemu finansów publicznych oraz ich dezintegracji. Odbudowa wiarygodności fiskalnej jest nie tylko warunkiem koniecznym efektywnego zarządzania finansami publicznymi w długim okresie, ale również kluczowym elementem prowadzenia skutecznej bieżącej polityki antyinflacyjnej.

3.3. Działania z zakresu tzw. ekonomii podaży

Jak podkreślaliśmy wcześniej, działania z zakresu tzw. ekonomii podaży mają na celu wzrost długookresowej efektywności i konkurencyjności gospodarki, głównie poprzez zmiany regulacyjne (prywatyzacja, deregulacja gospodarki, poprawa funkcjonowania systemu prawnego itp.), w wyniku których ma nastąpić stabilizacja systemu gospodarczego, która sprzyja podejmowaniu i intensyfikowaniu działań gospodarczych przez członków społeczeństwa. Nie wchodząc w szczegółową analizę działań o charakterze regulacyjnym, możemy stwierdzić, że z punktu widzenia długookresowej konkurencyjności i efektywności polskiej gospodarki w trakcie ostatnich kilku lat zmiany regulacyjne były nieefektywne. Mamy tu na myśli przede wszystkim nieudane reformy sądownictwa, nieuzasadniony wzrost roli państwa

w gospodarce, niekorzystne zmiany w strukturze i kompetencjach naczelných organów administracji państwowej (np. skupianie w jednym organie administracyjnym funkcji właścicielskich i nadzorczych nad podmiotami gospodarczymi, renacjonalizacja, dążenie do monopolizacji gospodarki) itp.

Mimo tych niekorzystnych, naszym zdaniem, zmian regulacyjnych gospodarka Polski odnotowywała relatywnie dobre wyniki. W latach 2016–2021 przeciętne tempo wzrostu PKB wynosiło 3,5%, które jest wprawdzie niższe niż tempo długookresowe (w latach 1993–2015 polski PKB rósł przeciętnie o 4,1% rocznie), ale zważywszy na uwarunkowania (pandemia) jest to nadal dobry wskaźnik. Trzeba jednak stwierdzić, że takie tempo wzrostu wynikało głównie z realizowanej polityki gospodarczej opartej na wzroście dochodów pieniężnych ludności (transfery socjalne, wzrost wynagrodzeń) oraz wzroście konsumpcji. Polityka ta pozwoliła na uruchomienie rezerw, które tkwiły w polskiej gospodarce, co pozwoliło utrzymać relatywnie dobre tempo wzrostu, ale równocześnie przyczyniło się do kumulowania się zjawisk i procesów negatywnie wpływających na perspektywę wzrostu gospodarczego oraz na inflację.

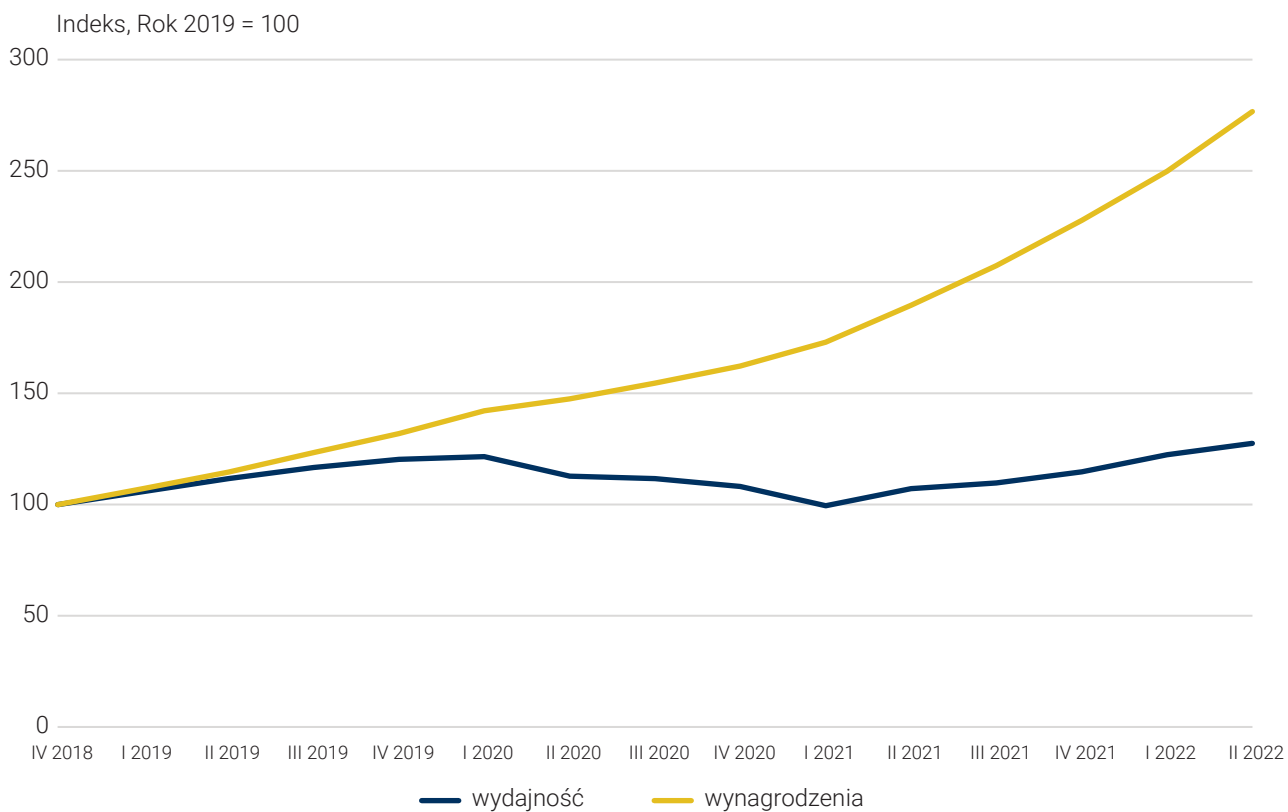
Do zjawisk tych można zaliczyć zwiększającą się różnicę pomiędzy wzrostem wynagrodzeń a wzrostem wydajności pracy. Wynagrodzenia rosnące szybciej niż wydajność pracy zwiększają presję inflacyjną w gospodarce i powodują wzrost inflacji. Na Wykresie 3.23 przedstawiono tempo wzrostu wynagrodzeń oraz tempo wzrostu wydajności pracy w analizowanym okresie.

Jak wynika z wykresu 3.23 tempo wzrostu wynagrodzeń było w analizowanym okresie znacznie szybsze niż tempo wzrostu wydajności pracy. Oczywiście takie relacje między wydajnością a płacami nie mogły pozostać bez wpływu na tempo wzrostu cen, które w ostatnim okresie jest najwyższe od 25 lat. Przywrócenie właściwych relacji pomiędzy tymi wielkościami jest jednym z podstawowych warunków przywrócenia inflacji do poziomu celu inflacyjnego. Nawet w ostatnich miesiącach, w których obserwujemy osłabienie dynamiki PKB, tempo wzrostu płac utrzymuje się na wysokim poziomie (13% w październiku), co, w przypadku kontynuacji tej tendencji, będzie negatywnie wpływać na wydajność pracy i różnica pomiędzy płacami a wydajnością może wrastać, będąc nadal ważną przyczyną inflacji w naszym kraju.

Najważniejszym negatywnym zjawiskiem w polskiej gospodarce, które jest skutkiem zmian regu-

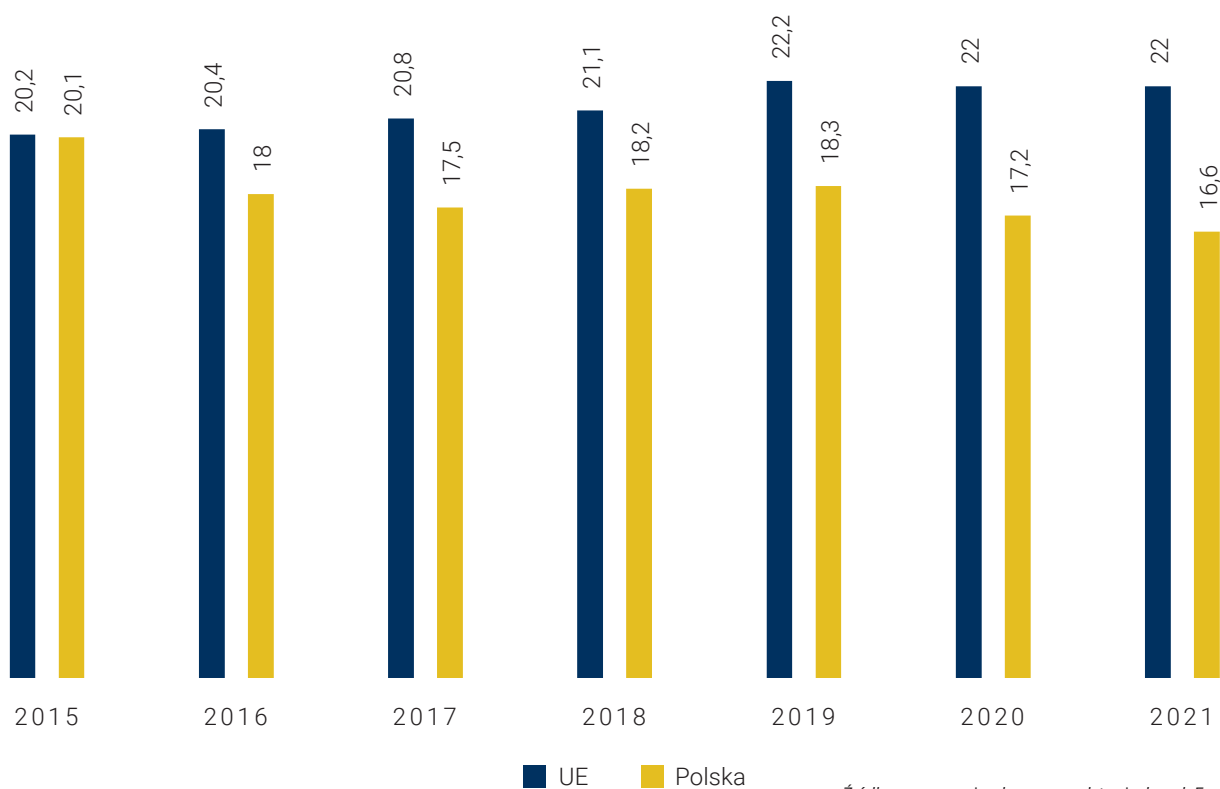


Wykres 3.23. Indeks skumulowanego tempa wzrostu wydajności pracy oraz wynagrodzeń w latach 2019–2022 (ujęcie kwartalne, 2019=100).



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Wykres 3.24. Procentowy udział inwestycji w PKB Polski na tle krajów UE w latach 2015–2021



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

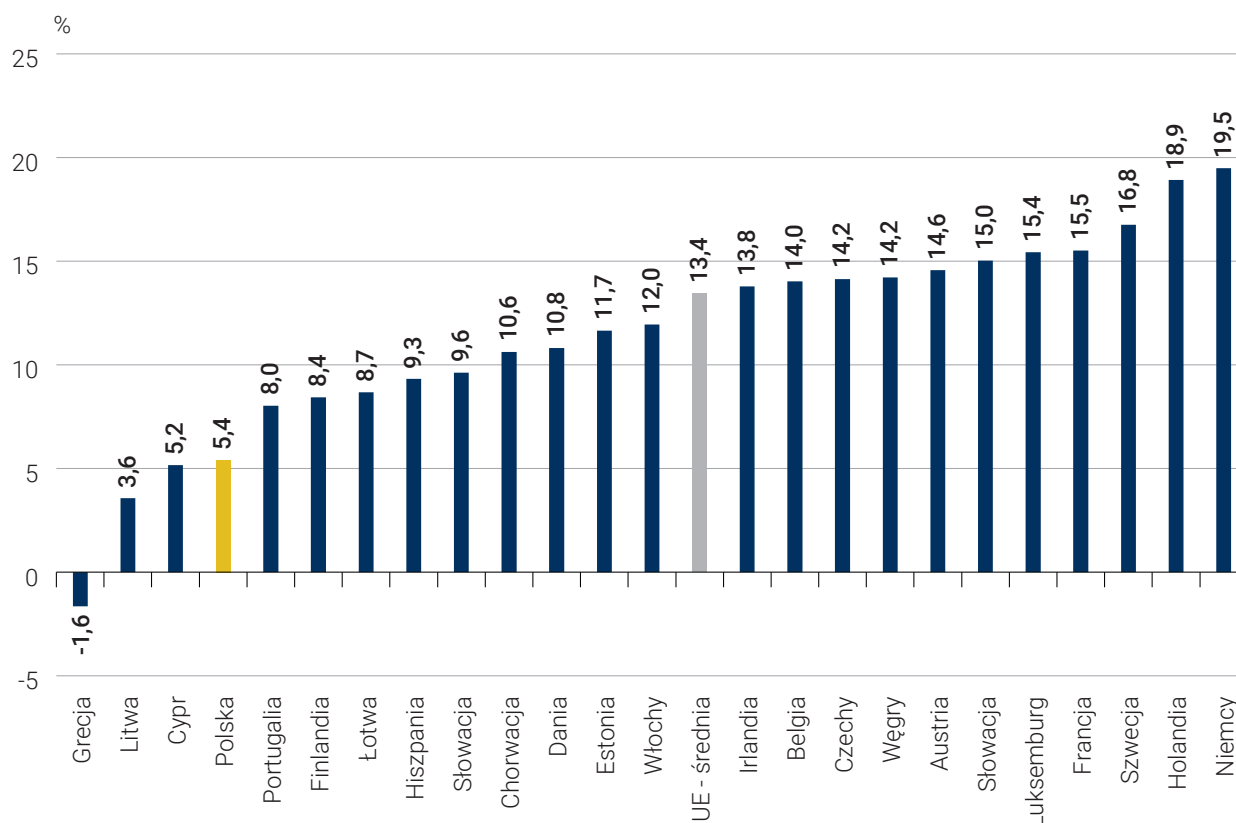
lacyjnych oraz realizowanej polityki gospodarczej jest osłabienie dynamiki procesów inwestycyjnych. Niekorzystne zmiany regulacyjne osłabiają zainteresowane przedsiębiorstw inwestowaniem, głównie wskutek niestabilności systemu regulacyjnego gospodarki oraz wzrostu ryzyka. Z kolei polityka gospodarcza oparta na wzroście konsumpcji powoduje wypychanie nakładów inwestycyjnych poprzez rosnący udział konsumpcji w PKB. Czynnikiem potencjalnie zmniejszającym dynamikę nakładów inwestycyjnych jest także dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. W rezultacie w latach 2015–2021 udział inwestycji w PKB systematycznie zmniejszał się, co pokazano na wykresie 3.24.

Działalność inwestycyjna stanowi jedno z najsłabszych ogniw polskiej gospodarki. W trakcie ostatnich siedmiu lat udział nakładów inwestycyjnych w PKB spadł o 3,5 punktu procentowego, co stawia Polskę na jednym z ostatnich miejsc pod tym względem wśród krajów UE. Dane dotyczące dwu pierwszych kwartałów roku 2022 wskazują, że wskaźnik ten nadal spada i w całym roku może nie przekroczyć

15%, co stanowiłoby zagrożenie dla długookresowego wzrostu polskiej gospodarki. Podkreślić należy, że spadkowi udziału nakładów inwestycyjnych w PKB Polski towarzyszył wzrost ich udziału w UE. Szczególnie po wybuchu pandemii COVID-19, w związku z przerwaniem łańcuchów dostaw, wysoko rozwinięte kraje Zachodu podjęły zakrojone na szeroką skalę przedsięwzięcia inwestycyjne mające na celu uniezależnienie ich od dostaw, głównie półprzewodników, z krajów Azji.

Słaba aktywność inwestycyjna polskiej gospodarki stanowi nie tylko zagrożenie dla wzrostu gospodarki w przyszłości, ale także jest jednym z czynników zwiększających presję inflacyjną. Wzrastającemu popytowi musi towarzyszyć wzrost podaży, który możliwy jest tylko poprzez rozbudowę lub modernizację istniejących zasobów majątku trwałego. W warunkach wyczerpanych zasobów wolnej siły roboczej wzrost produkcji jest możliwy tylko poprzez wzrost wydajności pracy, co uzależnione jest od wzrostu nakładów inwestycyjnych na modernizację polskiej gospodarki, zarówno na szczeblu makro (zmiana struktury gospodarki polegająca

Wykres 3.25. Średnia stopa oszczędzania gospodarstw domowych w krajach UE w latach 2015–2021



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

**Tabela 1.** Udział inwestycji w PKB w krajach UE w latach 2015–2021

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Unia Europejska	20,2	20,4	20,8	21,1	22,2	22,0	22,0
Belgia	23,0	23,3	23,3	23,6	24,2	23,9	24,1
Bułgaria	20,9	18,4	18,3	18,8	18,6	19,2	16,6
Czechy	26,5	24,9	24,9	26,3	27,1	26,5	26,0
Dania	19,9	21,0	21,2	21,7	21,2	22,3	22,6
Niemcy	20,0	20,3	20,4	21,1	21,4	21,6	21,8
Estonia	24,5	24,4	25,9	27,1	25,4	31,2	28,9
Irlandia	24,1	35,8	33,2	28,4	54,3	42,4	23,3
Grecja	10,8	11,0	11,8	11,1	10,6	11,7	12,9
Hiszpania	18,0	18,0	18,7	19,4	20,0	20,4	19,8
Francja	21,5	21,8	22,5	22,9	23,5	22,9	24,2
Chorwacja	19,3	19,8	19,7	20,1	21,5	22,3	21,6
Włochy	16,9	17,2	17,5	17,8	18,0	17,9	20,0
Cypr	12,9	18,1	20,9	18,8	18,8	19,9	18,3
Łotwa	21,9	19,3	20,6	22,1	23,2	24,5	23,6
Litwa	19,6	19,9	20,1	20,9	21,5	21,1	21,1
Luksemburg	17,3	17,3	17,8	16,2	17,4	16,5	16,5
Węgry	22,2	19,5	22,1	24,7	27,1	26,6	27,1
Malta	24,2	22,7	20,6	20,3	20,5	20,5	22,1
Niderlandy	22,1	20,0	20,1	20,4	21,3	21,7	21,6
Austria	22,7	23,1	23,6	24,1	24,9	25,0	26,5
Polska	20,1	18,0	17,5	18,2	18,3	17,2	16,6
Portugalia	15,5	15,5	16,8	17,5	18,1	19,2	20,3
Rumunia	24,8	22,9	22,4	21,1	22,6	23,8	24,1
Słowenia	18,7	17,4	18,3	19,3	19,6	18,9	20,3
Słowacja	23,7	21,1	21,2	21,0	21,6	19,6	19,1
Finlandia	21,2	22,7	23,3	24,1	23,8	24,0	23,7
Szwecja	23,8	24,2	25,1	25,2	24,4	25,1	25,6

Źródło: Eurostat.



na zwiększaniu udziału wysoko wydajnych sekcji gospodarki), jak i mikroekonomicznym (modernizacja istniejących zakładów produkcyjnych zwiększająca wydajność pracy).

Za szczególnie niekorzystne zjawisko należy uznać nie tylko spadek udziału ogółu nakładów inwestycyjnych w gospodarce, ale także spadek udziału inwestycji prywatnych, które w większości odpowiadają za modernizację aparatu wytwórczego, która ma istotne znaczenie dla kształtowania się procesów inflacyjnych w gospodarce – np. inwestowanie w odnawialne źródła energii może istotnie przyczynić się do spadku cen energii, a tym samym spadku ogólnego wskaźnika inflacji. Tymczasem od roku 2015 do roku 2021 udział inwestycji prywatnych w PKB spadł z 14% do 11,3%.

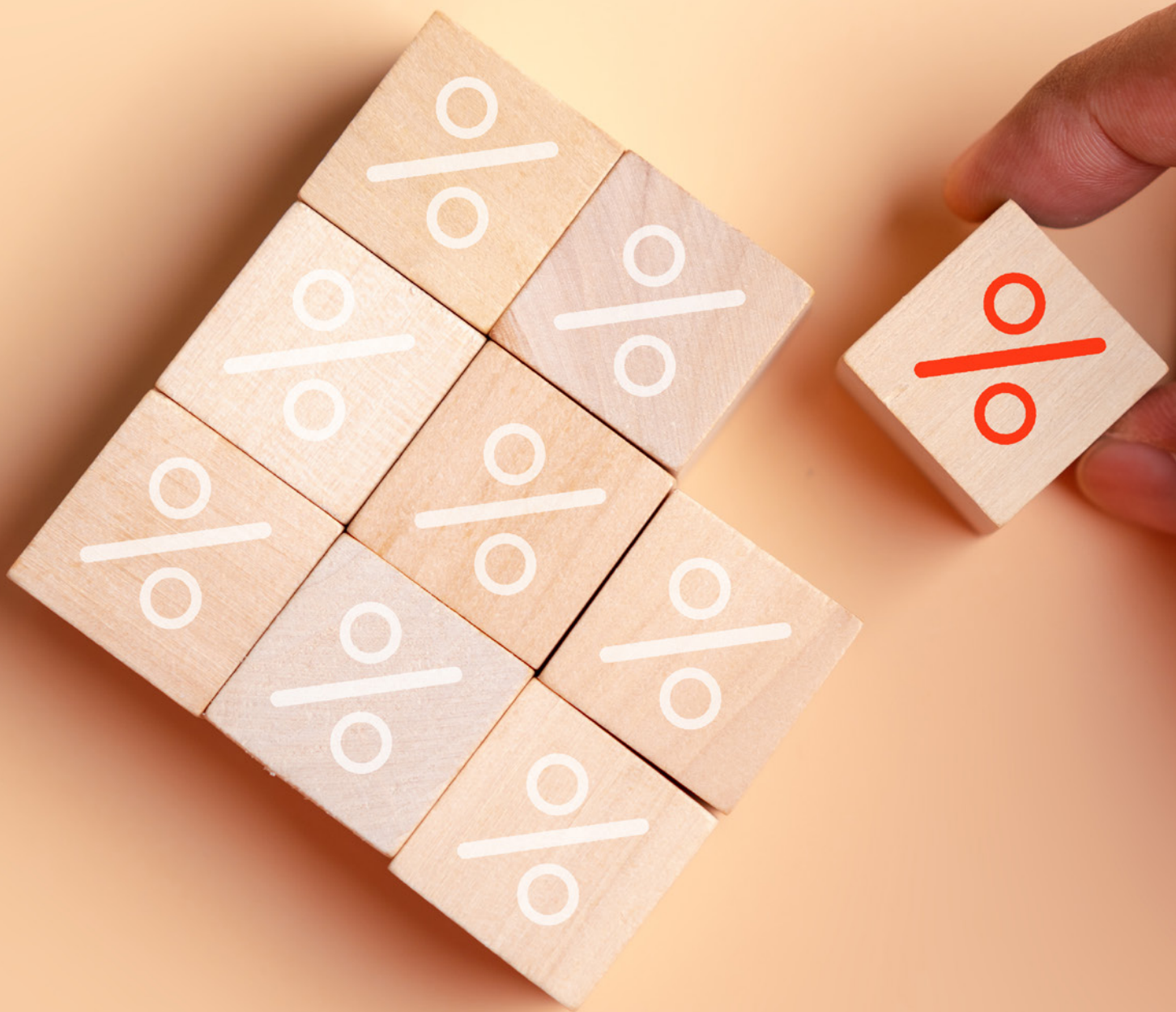
Zastanawiając się nad przyczynami niskiego udziału inwestycji w PKB Polski warto także zwrócić uwagę na niską stopę oszczędności ludności. Dane dotyczące stopy oszczędzania w Polsce na tle krajów Unii Europejskiej przedstawia wykres 3.25.

W latach 2015–2021 średnia stopa oszczędzania gospodarstw domowych w Polsce należała do najniższych wśród krajów UE. Niższe stopy odnotowano jedynie w trzech krajach. W Grecji, w której stopa ta była ujemna oraz w Litwie i na Cyprze. Średnia stopa oszczędzania w Polsce (5,16%) była niemal trzykrotnie niższa niż średnia dla UE. Jest zrozumiałe, że stopa oszczędności jest wyższa krajach o wyższym poziomie rozwoju. Dlatego też stopy oszczędzania w takich krajach, jak Niemcy, Niderlandy, Szwecja, Francja czy Luksemburg należą do najwyższych w UE. Trzeba jednak podkreślić, że również w krajach znajdujących się na zbliżonym do Pol-

ski poziomie rozwoju stopy te są znacznie wyższe – np. w Czechach, na Węgrzech czy w Słowenii stopy oszczędzania są wyższe niż średnia dla UE. Niska stopa oszczędzania oddziałuje na stopę inflacji nie tylko pośrednio poprzez zmiany strukturalne w gospodarce czy raczej ich wolne tempo lub nawet brak, ale także bezpośrednio poprzez zwiększenie udziału wydatków konsumpcyjnych w dochodzie rozporządzalnym. W Polsce w 2021 roku omawiana stopa kształtowała się na bardzo niskim poziomie 2,7%, co wpływało także na presję popytową w gospodarce i wzrost inflacji.

Niewystarczająca dynamika nakładów inwestycyjnych, wynikająca także z niskiego udziału oszczędności w PKB, jest zatem jednym z ważnych czynników zwiększających presję inflacyjną. Przy niskim poziomie nakładów inwestycyjnych oraz polityce gospodarczej polegającej na zwiększaniu dochodów pieniężnych ludności, nierównowaga pomiędzy podażą dóbr i usług oraz popytem na nie zwiększa się powodując wzrost cen. Warto w tym miejscu podkreślić, że dochód, rozporządzalny gospodarstw domowych w latach 2015–2021 zwiększył się o prawie 49% (48,7%). Tymczasem w tym okresie realny PKB zwiększył się o ok. 25%, co także przyczyniło się zwiększenia inflacji. Chcemy wyraźnie podkreślić, że nie jesteśmy przeciwnikami podnoszenia pieniężnych dochodów ludności, czy to poprzez politykę płac czy też politykę socjalną. Polityka ta musi jednak uwzględniać, że dynamika wzrostu płac czy wydatków socjalnych państwa musi uwzględniać dynamikę wzrostu PKB, zwłaszcza w kraju o niższym poziomie rozwoju, w którym dodatkowe dochody pieniężne ludności są w większości przeznaczane na konsumpcję, wzmacniając popyt na dobra i usługi, którego nie można zaspokoić bez odpowiedniego wzrostu PKB.

Rozdział IV. Perspektywy inflacji w Polsce oraz propozycje działań przyspieszających proces dezinflacji





Przewidywanie kierunków rozwoju procesów ekonomicznych we współczesnym świecie jest niezwykle trudne. Konstatacja dotyczy także, a może nawet przede wszystkim procesów inflacyjnych. Inflacja jest dzisiaj zjawiskiem ogólnoswiatowym. Inflacja dotyka dziś niemal wszystkich krajów i chociaż jej poziom oraz przyczyny są zróżnicowane, to ocena ich dotychczasowego przebiegu oraz perspektyw na przyszłość musi te uwarunkowania uwzględniać. Z drugiej jednak strony inflacja w poszczególnych krajach uzależniona jest także od czynników o charakterze wewnętrznym, które co najmniej w równym stopniu wpływają na jej przebieg. Ocena przebiegu oraz perspektyw inflacji w średnim okresie powinna zatem uwzględniać podział czynników ją kształtujących co najmniej w dwu przekrojach.

Po pierwsze, w podziale na czynniki zewnętrzne i wewnętrzne oraz, po drugie, w podziale na czynniki odziedziczone z przeszłości oraz czynniki, które determinują jej przebieg obecnie oraz te, które będą determinować jej przebieg w przyszłości. Jeżeli chodzi o pierwszy przekrój, to sytuacja, przynajmniej w schematycznym podziale wydaje się relatywnie prosta. Do zewnętrznych czynników wpływających na przebieg inflacji w poszczególnych krajach należą ceny tych produktów, które kształtowane są na rynkach światowych. Do najważniejszych z nich można zaliczyć głównie ceny surowców energetycznych (ropy, gazu, węgla) oraz żywności. Oprócz tych produktów istotne znaczenie mogą mieć także ceny półproduktów zużywanych w produkcji wielu wyrobów, zwłaszcza o zaawansowanym poziomie technologicznym. W ostatnich latach do wyrobów tych należą półprzewodniki, których niedobory wpływają nie tylko na możliwości produkcji wyrobów produkowanych z ich użyciem, ale także na ich ceny, a w konsekwencji na ceny produkcji finalnej (samochodów, wielu wyrobów codziennego użytku czy uzbrojenia wojskowego).

Z kolei, jeżeli chodzi o czynniki o charakterze wewnętrznym, to należy podkreślić, że obecna inflacja jest po części efektem czynników działających w poprzednich okresach, którą określamy inflacją odziedziczoną. Ma ona o tyle istotne znaczenie, że inflacji odziedziczonej, zwłaszcza jeżeli jest wysoka i występowała przez dłuższy okres, to wpływa ona na oczekiwania inflacyjne, które we współczesnych rozważaniach na temat inflacji uważane są za ważny czynnik wpływający na bieżącą inflację. W literaturze określana jest mianem inflacji wbudowanej, która powoduje inercję procesów inflacyjnych, a jej przerwanie jest niezwykle trudne i wyma-

ga zdecydowanych działań zarówno ze strony władz monetarnych, jak i fiskalnych, wspartych pożądanymi zmianami o charakterze strukturalnym.

W rzeczywistości w polskiej gospodarce mamy do czynienia z niekorzystnym splotem wspomnianych wyżej uwarunkowań, które czynią proces dezinflacji szczególnie trudnym. Naszym zdaniem w tych warunkach przywrócenie inflacji do poziomu celu inflacyjnego nie jest możliwe bez określonych kosztów, które w istniejących warunkach społecznych i politycznych (zbliżające się wybory parlamentarne) są niezwykle trudne do wprowadzenia.

4.1. Perspektywy inflacji w Polsce w średnim okresie

Wykorzystując przedstawiony wyżej podział czynników wpływających na inflację na: po pierwsze, zewnętrzne i wewnętrzne oraz po drugie, w podziale na czynniki odziedziczone z przeszłości oraz czynniki, które determinują przebieg inflacji obecnie oraz te, które będą determinować jej przebieg w przyszłości, postaramy się przedstawić nasz pogląd na perspektywy przebiegu procesów inflacyjnych w średnim okresie. W tej analizie punktem odniesienia będą informacje zawarte w ostatniej (listopad 2022 roku) projekcji inflacji NBP.

W swej argumentacji NBP przyjmuje, że najważniejszym czynnikiem determinującym przebieg procesów inflacyjnych jest wojna w Ukrainie i wynikający z niej niedobór surowców energetycznych i rolnych, a także niektórych komponentów (np. półprzewodników) do produkcji zaawansowanych technologicznie wyrobów, co ogranicza ich produkcję i podnosi ceny wyrobów finalnych. Nie negując znaczenia tych czynników chcemy jednak podkreślić, że jeżeli nie nastąpi dramatyczna eskalacja wojny w Ukrainie, to znaczenie czynników zewnętrznych będzie spadać. Wynika to chociażby z założeń przyjętych do listopadowej projekcji inflacji, z których wynika, że w drugiej połowie roku 2023 wpływ ceny surowców energetycznych oraz rolnych będą zmniejszać bieżący wskaźnik inflacji ze względu na efekt bazy. Dla przykładu – indeks cen surowców energetycznych (2011=1), po osiągnięciu maksymalnego poziomu w trzecim kwartale 2022 roku (3,18) spadnie do poziomu 2,27 w trzecim kwartale 2023 roku, i do 2,11 w czwartym kwartale. Podobnie (choć w mniejszej skali) ma zachowywać się indeks cen surowców energetycznych (spadek z maksymalnego poziomu 1,47 w drugim kwartale 2022 do 1,28 w czwartym

**Tabela 2.** Podstawowe dane makroekonomiczne z Projektacji inflacji (listopad 2022)

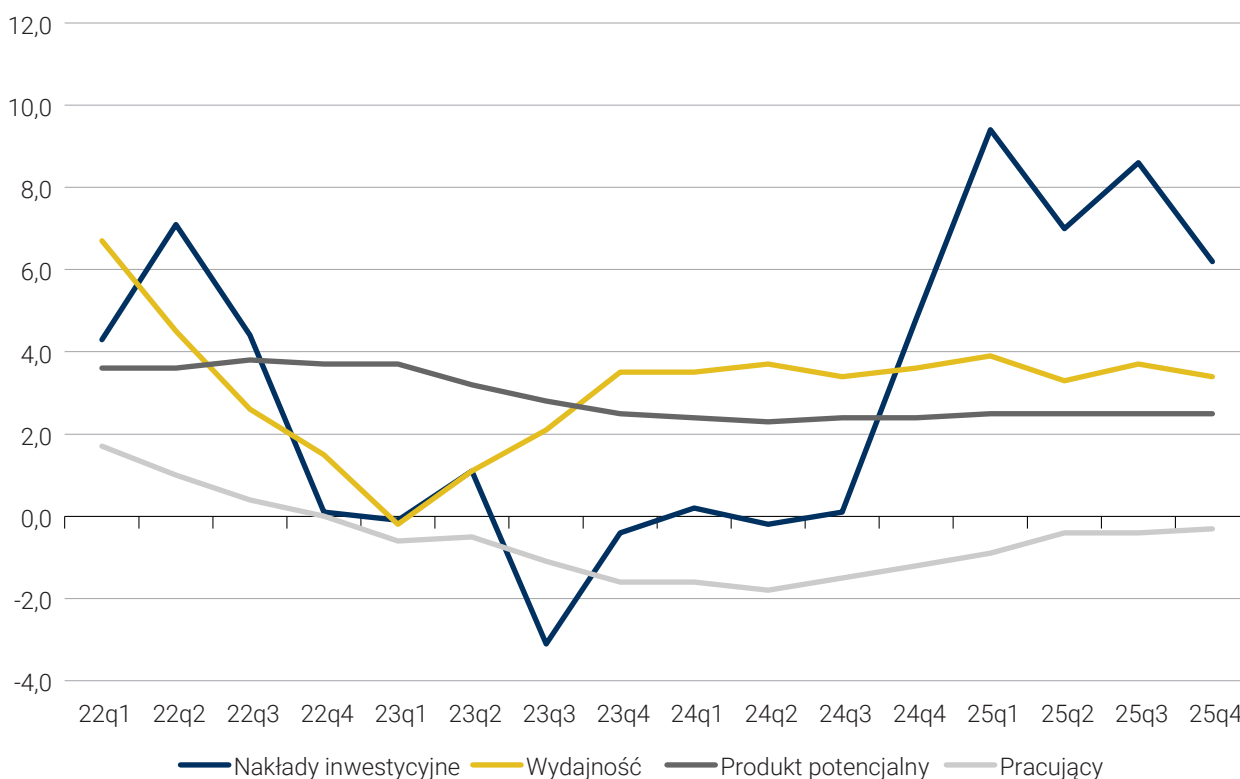
	PKB	Pracujący	Nakłady inwestycyjne	Wydajność	Produkt potencjalny	Luka popytowa
22 kw. 1	8,5	1,7	4,3	6,7	3,6	4,0
22 kw. 2	5,5	1,0	7,1	4,5	3,6	2,2
22 kw. 3	3,0	0,4	4,4	2,6	3,8	0,9
22 kw. 4	1,5	0,0	0,1	1,5	3,7	-0,5
23 kw. 1	-0,8	-0,6	-0,1	-0,2	3,7	-0,5
23 kw. 2	0,6	-0,5	1,1	1,1	3,2	-0,5
23 kw. 3	1,0	-1,1	-3,1	2,1	2,8	-0,9
23 kw. 4	1,9	-1,6	-0,4	3,5	2,5	-1,2
24 kw. 1	1,8	-1,6	0,2	3,5	2,4	-1,0
24 kw. 2	1,9	-1,8	-0,2	3,7	2,3	-0,9
24 kw. 3	1,8	-1,5	0,1	3,4	2,4	-1,5
24 kw. 4	2,4	-1,2	4,8	3,6	2,4	-1,2
25 kw. 1	3,0	-0,9	9,4	3,9	2,5	-0,5
25 kw. 2	2,9	-0,4	7,0	3,3	2,5	-0,5
25 kw. 3	3,3	-0,4	8,6	3,7	2,5	-0,7
25 kw. 4	3,1	-0,3	6,2	3,4	2,5	-0,7

Źródło: Projektacja inflacji (listopad 2022).

kwartale 2023 roku. Zewnętrzne uwarunkowania będą raczej ograniczać poziom wskaźnika CPI. Zresztą przyznają to autorzy projekcji, według których udział inflacji bazowej w CPI będzie systematycznie wzrastać i w czwartym kwartale 2023 roku inflacja bazowa będzie wyższa niż CPI o 0,3 punktu procentowego. Oznacza to, że od ostatniego kwartału 2023 roku inflacja w Polsce będzie się kształtować w całości pod wpływem czynników o charakterze wewnętrznym. Oczywiście czynniki zewnętrzne są obarczone wysokim ryzykiem, ale w scenariuszu

bazowym autorzy nie przewidują ich wpływu na ogólny wskaźnik inflacji.

Zważywszy, że – jak wynika z projekcji – inflacja w Polsce będzie miała od czwartego kwartału 2023 roku wyłącznie charakter wewnętrzny można stwierdzić, że autorzy nie poświęcają temu zagadnieniu wystarczającej uwagi. Tymczasem bez usunięcia przyczyn kształtujących inflację bazową trwałe i szybkie obniżenie wskaźnika CPI nie będzie możliwe.

**Wykres 3.26.** Stopa wzrostu nakładów inwestycyjnymi, wydajności, liczby zatrudnionych i produktu potencjalnego w latach 2022-2025

Źródło: Projektacja inflacji (listopad 2022).

Wykorzystując dane z ostatniego *Raportu o inflacji* z listopada 2022 roku przedstawiamy (tabela 2) najważniejsze czynniki, które będą determinowały przebieg procesów gospodarczych w horyzoncie projekcji.

W celu lepszego zobrazowania danych przedstawionych w tabeli 2 poniżej zamieszczamy dwa wykresy z danymi z niej. Pierwszy z tych wykresów przedstawia dane dotyczące przyrostu nakładów inwestycyjnych, liczby zatrudnionych, wydajności pracy oraz produktu potencjalnego.

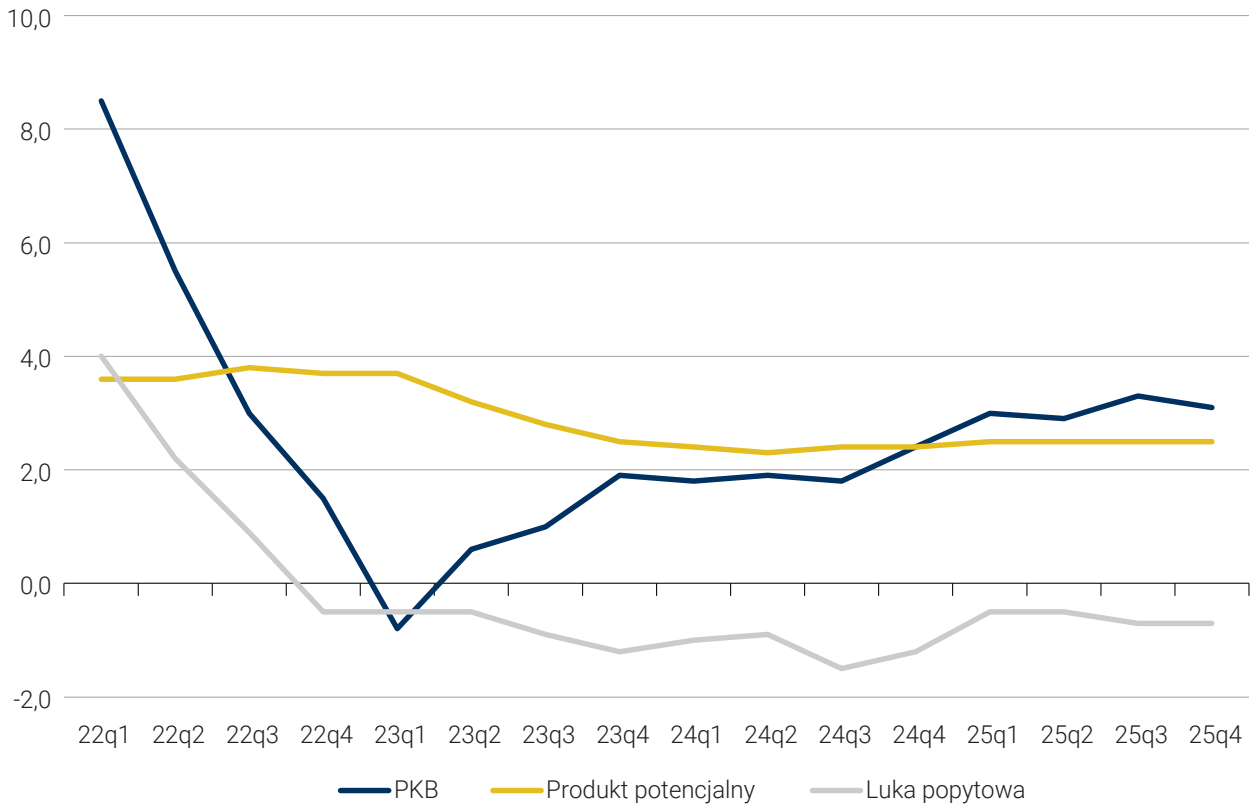
Analiza powyższego wykresu rodzi szereg wątpliwości. Przede wszystkim czynnikiem je budzącym są nakłady inwestycyjne, których szybki wzrost jest projektowany od trzeciego kwartału 2024 roku. Autorzy nie wyjaśniają jednak, jakie ma być źródło szybkiego wzrostu tych nakładów. W projekcji nie przewiduje się, z założenia, zmian poziomu stóp procentowych. Skoro jednak przy obecnym poziomie stóp procentowych inwestycje będą spadać przez cały rok 2023 i połowę 2024, to skąd nagle ma nadejść ożywienie. Autorzy wspominają o pozytywnym wpływie środków z KPO, ale jest to założenie wątpliwe, gdyż zakończenie sporu z UE nie wydaje

się bliskie, a poza tym istnieje niebezpieczeństwo zablokowania środków strukturalnych z ogólnego budżetu UE.

Oczywiście przy spadającej liczbie pracujących zasadnicze znaczenie dla dynamiki przyszłego wzrostu PKB ma wzrost wydajności pracy. Autorzy optymistycznie zakładają, że tempo wzrostu wydajności pracy przyspieszy od pierwszego kwartału 2023 roku. Nie wiemy jednak, jakie czynniki spowodują ten wzrost. Na Wykresie 3.26. wyraźnie widać, że wydajność pracy spada od początku 2022 roku, czemu towarzyszy spadek dynamiki nakładów inwestycyjnych. Nie wiadomo, dlaczego dynamika wydajności pracy ma wzrosnąć z -0,2% w pierwszym kwartale 2023 roku do 3,5% w czwartym kwartale, skoro dynamika nakładów inwestycyjnych ma być jeszcze ujemna w czwartym kwartale 2023 roku.

Uwzględniając wątpliwy wzrost wydajności pracy oraz spadek liczby zatrudnionych, produkt potencjalny zmniejszy się z obecnych 3,7–3,8% do około 2,5% i na tym poziomie ma pozostać do końca projekcji, co raczej spowoduje powstanie dodatkowej luki PKB, a nie jak przewidują autorzy utrzymanie się luki

Wykres 3.27. PKB, produkt potencjalny i luka popytowa od pierwszego kwartału 2021 roku do końca 2025 roku



Źródło: Projekcja inflacji (listopad 2022).

ujemnej PKB. Dodatnia luka PKB jest czynnikiem wzmagającym inflację.

Na kolejnym wykresie (3.27) przedstawiono dane dotyczące PKB, produktu potencjalnego i luki popytowej.

Jak wynika z wykresu 3.27, PKB będzie spadał gwałtownie do pierwszego kwartału 2023 roku. Równocześnie od pierwszego kwartału 2023 roku tempo wzrostu produktu potencjalnego spadnie około 3,7% do 2,5%. Te założenia również budzą wątpliwości. W pierwszym kwartale 2023 roku przy oczekiwanym tempie wzrostu produktu potencjalnego o 3,7% tempo wzrostu PKB spada do -0,8%. W kolejnych kwartałach tempo wzrostu PKB utrzymuje się na niskim poziomie nie przekraczającym 2% i dopiero w 2024 roku ma wzrosnąć powyżej 3%. Przy przewidywanym tempie wzrostu potencjalnego PKB w 2025 roku pojawi się dodatnia luka PKB, która będzie czynnikiem inflacyjnym, co będzie utrudniać spadek inflacji do przewidywanego poziomu 3,0% w czwartym kwartale 2025 roku.

Podsumowując powyższe rozważania, możemy stwierdzić, że większość danych, które będą

kształtować przyszłą inflację budzi wątpliwości. Dotyczy to zwłaszcza dynamiki nakładów inwestycyjnych, których spadek w początkowym okresie nie jest odpowiednio uwzględniony, natomiast ich wzrost od końca 2024 roku nie jest oparty na racjonalnych przesłankach, chyba że od roku 2024 zaczną napływać środki z KPO, które mają być przeznaczone głównie na inwestycje.

Zaskakujące jest, że wśród czynników wpływających na inflację pominięto całkowicie dwie ich grupy, które mają decydujący wpływ na kształtowanie się inflacji bazowej, która od 2024 ma być podstawowym czynnikiem wpływającym na inflację. Chodzi przede wszystkim o brak analizy sytuacji budżetowej oraz polityki kształtującej dochody pieniężne ludności. Jeśli chcemy sprostać wymogom współczesności, musi nastąpić radykalna zmiana strategii gospodarczej, która od 2016 roku polega na zwiększaniu dochodów ludności oraz wzroście napędzanym konsumpcją. Jak podkreślaliśmy wcześniej, wzrost dochodu rozporządzalnego przekraczający niemal dwukrotnie tempo wzrostu PKB, przy relatywnie niskim poziomie życia w Polsce, oraz niskiej stopie oszczędzania, musiał pro-



wadzić do wzrostu presji inflacyjnej i wzrostu samej inflacji. Wprawdzie autorzy projekcji pomijają tę kwestię, ale analiza logiczna prowadzi do wniosku, że przynajmniej do tegorocznych wyborów parlamentarnych sytuacja nie ulegnie zmianie, a jeżeli już to na gorsze. Niejasne perspektywy co do tegorocznej polityki społecznej oraz jej ewentualny wpływ na sytuację budżetu, nie pozwalają zakładać, że uwarunkowania przyszłej inflacji poprawią się istotnie. Zakładany spadek inflacji w okolicach celu inflacyjnego w drugiej połowie 2025 roku jest co najmniej zagrożony.

Autorzy projekcji zakładają, że najważniejszym czynnikiem determinującym przyszłą inflację jest wojna w Ukrainie i związany z nią wzrost cen surowców energetycznych i rolnych. Naszym zdaniem te czynniki wpływające na poziom inflacji są przeszacowane. Uznając ich znaczenie, uważamy, że nie mniej ważne są czynniki o charakterze wewnętrznym. Opierając się na klasycznym podziale inflacji na inflację bazową i CPI chcemy podkreślić, że inflacja bazowa stanowi około 60% wskaźnika CPI. Ponieważ inflacja bazowa jest miernikiem, który odzwierciedla presję popytową w gospodarce, to nawet spadek cen surowców energetycznych i rolnych nie doprowadzi do pożądanego spadku cen, jeżeli nie zostaną uruchomione narzędzia zmniejszające presję popytową w gospodarce.

Pomniejszanie roli inflacji bazowej jest, naszym zdaniem, błędne, gdyż inflacja bazowa stanowi trwały komponent inflacji w odróżnieniu od cen energii czy żywności, mających ze swej istoty charakter szoków, które ustępują po pewnym czasie. Szoki te mogą wywoływać wahania wskaźnika inflacji, inflacja bazowa determinuje trend inflacji (w literaturze inflacja bazowa określana jest także jako tzw. *trend inflation* czy też inflacja odziedziczona według naszej nomenklatury). O ile szoki o charakterze popytowym ustępują niejako same z siebie, to inflacja bazowa (wbudowana, *trend inflation*, inflacja odziedziczona) sama z siebie nie ustępuje. Dla jej ograniczenia niezbędne są działania o charakterze monetarnym, jak i często fiskalnym.

Jeżeli chodzi o działania banku centralnego ograniczające inflację bazową, to zasadniczo sprowadzają się do właściwego wykorzystania najważniejszego instrumentu, jakim on dysponuje, a mianowicie polityki stóp procentowych. Jak wynika z naszych rozważań dotyczących *Great Inflation* w USA, jak też procesu dezinflacji w Polsce w latach 90., dezinflacja w obu krajach zakończyła

się sukcesem w decydującej mierze dzięki polityce stóp procentowych, która polegała na utrzymywaniu wysokiego poziomu realnych stóp procentowych. Jak wiadomo w Polsce w roku 2016 realna stopa procentowa osiągnęła wartości ujemne (-2%) i od tego czasu następuje jej dalszy spadek. W roku 2022 realna stopa procentowa w Polsce spadała do -11%. Wprawdzie dziś trudno byłoby tak ukształtować parametry polityki pieniężnej, aby realna stopa procentowa była dodatnia, ale problem wymaga poważnej dyskusji. Nie jest przekonujący dylemat stawiany przez obecnie rządzących, który dotyczy wyboru: 18% inflacji czy 18% bezrobocia. Obecna sytuacja na rynku pracy, jak i przewidywany spadek liczby pracujących w dającej się przewidzieć perspektywie oznacza, że powrót wysokiego bezrobocia musiałby być efektem zupełnego załamania polskiej gospodarki. Z punktu widzenia bezrobocia zacieśnienie polityki gospodarczej nie stwarza dużego zagrożenia, ale jego brak będzie przyczyniał się do przedłużenia okresu wysokiej inflacji.

Jeżeli chodzi o sytuację fiskalną, to czynniki, które pogarszają perspektywy ograniczenia inflacji w średnim okresie, można podzielić co najmniej na dwie grupy: spadek przejrzystości finansów publicznych oraz nadmierny wzrost transferów socjalnych, np. z tytułu różnego rodzaju tarcz antyinflacyjnych. Jeżeli sytuacja w tym zakresie nie ulegnie radykalnej zmianie, to będzie to wpływać co najmniej na utrzymywanie się silnej presji inflacyjnej i utrwalenie inflacji na wysokim poziomie, znacznie przekraczającym cel inflacyjny.

4.2. Rekomendacje

Rozważania zawarte w tym opracowaniu składają się do sformułowania kilku rekomendacji, których wdrożenie przyczyniłoby się do zmniejszenia presji inflacyjnej w gospodarce oraz tempa dezinflacji. Rekomendacje te dotyczą zarówno polityki monetarnej, jak i polityki fiskalnej. Mamy świadomość, że proponowane działania wpłyną negatywnie na sytuację materialną większości społeczeństwa. Chcemy jednak podkreślić, że opanowanie inflacji bez tych kosztów społecznych będzie trudne, a sama inflacja może pozostawać przez znacznie dłuższy okres niż przewidują to eksperci NBP. Mamy także świadomość, że wprowadzenie naszych propozycji wymaga współdziałania władz monetarnych i fiskalnych – bank centralny, jak wskazują na to doświadcze-

nia z dezinflacji w okresie *Great Inflation* w USA, musi uzyskać wsparcie czynników politycznych.

4.2.1. Rekomendacje w zakresie polityki monetarnej

Wśród pożądanych działań antyinflacyjnych w obszarze polityki monetarnej wymienić można w szczególności:

- ▶ Zwiększenie realnego poziomu stopy procentowej. Utrzymywanie przez kolejne miesiące głęboko ujemnego, wynoszącego w październiku 2022 roku -11%, poziomu realnej stopy procentowej będzie czynnikiem sprzyjającym wysokiej stopie inflacji. W najkrótszej perspektywie kilku miesięcy, ze względu na przewidywany wzrost inflacji, ujemne wartości realnej stopy procentowej, będą się utrzymywały przez dłuższy okres. Mając świadomość niemożliwości sprowadzenia realnej stopy procentowej w krótkim okresie do wartości dodatnich, proponujemy, aby polityka pieniężna była skierowana na zatrzymanie dalszego spadku tej stopy. W kolejnych miesiącach w związku z przewidywanym spadkiem inflacji realne stopy procentowe będą wzrastać, chociaż jeszcze przez długi czas będą nadal ujemne.
- ▶ Wyemitowanie przez NBP obligacji oprocentowanych na poziomie stopy inflacji. Takie obligacje musiałyby być obligacjami o dłuższym okresie do wykupu, przynajmniej dopóty, dopóki oprocentowanie rynkowe obligacji nie zbliżyłoby się do oprocentowania obligacji NBP. Trzeba przy tym podkreślić, że środki zdeponowane w NBP są efektywnie wycofywane z obiegu. Oszczędności lokowane w bankach czy w obligacjach podmiotów prywatnych i państwowych pozostają w obrocie i są wydawane na zakup różnego rodzaju dóbr i usług, przyczyniając się do utrwalania inflacji.
- ▶ Rewizja procesu przygotowywania projekcji inflacji, gdyż w ostatnim czasie rozbieżności pomiędzy prognozowanymi wartościami inflacji a jej rzeczywistymi poziomami są tak duże, że utrudniają prowadzenie skutecznej polityki antyinflacyjnej
- ▶ Poprawa komunikacji NBP z otoczeniem w zakresie prowadzonej polityki pieniężnej na wzór polityki komunikacyjnej banków centralnych krajów wysoko rozwiniętych.

4.2.2. Rekomendacje w zakresie polityki fiskalnej

O ile sformułowanie rekomendacji odnośnie do polityki monetarnej jest relatywnie proste, to w odniesieniu do polityki fiskalnej sprawa jest bardziej skomplikowana. Wpływ polityki fiskalnej na inflację jest bardziej złożony i w istocie rzeczy dotyczy strategii gospodarczej realizowanej od wielu lat, a której budżet państwa jest najważniejszym instrumentem. Wśród rekomendacji pod adresem polityki fiskalnej można wymienić następujące działania:

- ▶ Zmiana nastawienia w polityce fiskalnej, z polityki ekspansywnej na co najmniej neutralną, celem ograniczania globalnego popytu w gospodarce oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych.
- ▶ Przywrócenie właściwej roli budżetu centralnego jako podstawowego dokumentu formułowania i prowadzenia polityki fiskalnej oraz uporządkowanie jego funkcjonowania w sposób umożliwiający pełne rozeznanie co do rzeczywistych dochodów, wydatków, deficytu budżetowego oraz długu publicznego. Formalnie rzecz biorąc, na koniec trzeciego kwartału 2022 roku budżet państwa wykazuje nadwyżkę w wysokości 27,5 mld zł, co jest ogłaszane jako rezultat odpowiedzialnej polityki rządu. Tymczasem znaczna część typowych wydatków budżetowych jest dokonywana poza budżetem państwa (BGK, PFR).
- ▶ Uporządkowanie systemu instrumentów osłonowych dla gospodarstw domowych wdrażanych w ramach tzw. tarcz rządowych (np. dodatek węglowy) poprzez jego kalibrację w taki sposób, aby był on ukierunkowany na pomoc osobom faktycznie potrzebującym (najuboższym), a dystrybucja środków pomocowych odbywała się w oparciu o przejrzyste kryteria. W dłuższym okresie konieczne jest rozszerzenie instrumentarium polityki społecznej o instrument wsparcia gospodarstw doświadczających ubóstwa energetycznego, rozumianego, za wzorem rozwiązań brytyjskich, jako sytuacja, w której obciążenie finansowe gospodarstwa domowego z tytułu ponoszonych kosztów energii na utrzymanie odpowiedniego standardu ciepła w miejscu zamieszkania przekracza 10% jego rozporządzalnych dochodów.
- ▶ Wdrożenie idei Niezależnej Instytucji Fiskalnej (*Independent Fiscal Institution*), zgodnie z wytycznymi OECD, MFW czy Komisji Europejskiej



skiej, poprzez utworzenie niezależnej instytucji lub agencji publicznej, posiadającej stosowne uprawnienia do oceny i monitorowania realizacji założeń polityki fiskalnej pod kątem realizacji celów makroekonomicznych związanych z długoterminową stabilnością finansów publicznych. Do jej zadań należeć miałyby m.in.: opracowywanie krótko- i średnioterminowych analiz i prognoz na potrzeby polityki budżetowej, monitorowanie funkcjonowania reguł fiskalnych i przeciwdziałanie ich manipulacjom, ocena kosztów nowych regulacji prawnych, dbałość o dostępność informacji i danych z zakresu finansów publicznych czy wskazywanie pożądanych kierunków ewolucji polityki fiskalnej i formułowanie ewentualnych zaleceń w tym zakresie. Doświadczenia z wielu krajów w funkcjonowaniu instytucji typu Niezależna Instytucja Fiskalna (np. Slovak Council for Budget Responsibility) oraz wypracowane dobre praktyki w tym zakresie powinny stanowić bazę do kształtowania ram instytucjonalnych dla rozwiązania krajowego.

- ▶ Podjęcie aktywnych działań mających na celu zakończenie sporów z Komisją Europejską w obszarze praworządności i uruchomienie środków z KPO.

- ▶ Podjęcie działań w zakresie wzmocnienia formalnej roli reguł fiskalnych w zarządzaniu finansami publicznymi i ograniczenie możliwości manipulowania nimi.

4.2.3. Rekomendacje w zakresie polityki strukturalnej

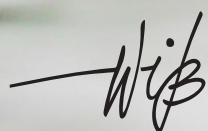
Wśród pożądanych działań w obszarze polityki strukturalnej można wskazać m.in.:

- ▶ Wprowadzenie instrumentów stymulujących inwestycje prywatne, w szczególności te ukierunkowane na transformację energetyczną gospodarki oraz wzrost jej konkurencyjności.
- ▶ Wdrożenie rozwiązań ukierunkowanych na stymulowanie wzrostu stopy oszczędzania gospodarstw domowych, m.in. poprzez emisję obligacji NBP indeksowanych inflacją.
- ▶ Stworzenie warunków do zmniejszenia różnic między tempem wzrostu wydajności pracy oraz wynagrodzeń.

Bibliografia



1. Bernanke B. S. & Mishkin F. S. (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic perspectives*, 11(2), 97–116.
2. Brimmer A. F. & Sinai A. (1986), The monetary-fiscal policy mix: Implications for the short run. *The American Economic review*, 76(2), 203–208.
3. Williams G. 3 Types Of Inflation And How They Differ, *Forbes Advisor*, Jul 27, 2022.
4. Hausner J. (red.) (2022), Indeks wiarygodności ekonomicznej Polski, Fundacja Gospodarki i Administracji Publicznej, Kraków 2022.
5. Ministerstwo Rodziny i Polityki Społecznej. W przyszłym roku najniższa emerytura I renta wzrośnie co najmniej o 250 zł, www.gov.pl.
6. NBP. Raport o inflacji – lipiec 2022, <https://www.nbp.pl>.
7. NBP. Raport o inflacji – listopad 2022 r., <https://www.nbp.pl>.
8. Nelson E. (2007). Milton Friedman on Inflation, Federal Reserve Bank of St. Louis, *Economic Synopses*, nr 1/2007.
9. OECD Best Practices for Budget Transparency, <http://www.oecd.org>.
10. PKO BP. Czy stać nas na tarcze? Makro Focus z dnia 02.02.2022, www.pkobp.pl (data pobrania: 04.11.2022).
11. Rudke M. Tarcza solidarnościowa nie rozwiąże problemu drożejącej energii. Inflacja i stopy procentowe będą wysokie, <https://businessinsider.com.pl> (data dostępu: 12.11.2022).
12. Svensson L. E. (1997), Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets. *European economic review*, 41(6), 1111–1146.
13. Szymański D. (2022), Rząd właśnie przyznał coś, za co ekonomiści uderzają w PiS od lat, www.money.pl (data dostępu: 12.11.2022).
14. Taylor J. (1992), The Great Inflation, The Great Disinflation, and Policies for Future Price Stability, Reserve Bank of Australia, Conference – 1992.
15. Weise C. L. (2008), Political constraints on monetary policy during the Great Inflation, MPRA Paper No. 8694.
16. Weise C. L. (2012), Political pressures on monetary policy during the US Great Inflation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), 33–64.



PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

Raport przygotowany na zlecenie
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości