

Między recesją a stagflacją. Jaki to będzie kryzys?



PROF. ANETA ZELEK

Ekonomista, wykładowca akademicki i trener kadr menedżerskich; profesor i rektor Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu. Jest autorem ponad 230 publikacji naukowych, głównie z zakresu ekonomii, badań koniunkturalnych, zarządzania w kryzysie i zarządzania strategicznego. Od lat prowadzi szeroką działalność propagatorską i publicystyczną

Nawet w Rosji PMI w ostatnich odczytach utrzymuje się powyżej 50 punktów. Poniżej tego progu znajdują się Turcja, Chiny i Polska. W tych krajach widać pierwsze, na razie wątle symptomy spowolnienia

Jeszcze nie tak dawno, bo kilka, kilkanaście miesięcy temu, ekonomiści na świecie rozważali dwa przeciwstawne scenariusze dla światowej gospodarki po pandemii. Dominowało przekonanie, że gospodarka zaliczy szybsze lub wolniejsze odbicie i w efekcie powróci na ścieżki wzrostu sprzed pandemii. Nie brakowało też pesymistycznych doniesień o zagrożeniu recesją pocovidową i ryzyku kryzysu zadłużeniowego. Dzisiaj te scenariusze trafiają już do archiwum, na półkę nietrafionych, nieaktualnych, a więc nieważnych. Dzisiaj, po tym, jak kolejnym ciosem dla układu geopolitycznego oraz dla kondycji globalnej gospodarki jest wojna w Ukrainie, rozpatrywane są tylko dwie alternatywne ścieżki – obie kryzysowe. W zgodnej opinii większości ekonomistów nie możemy tym razem liczyć na dobrą koniunkturę. Scenariusz wzrostu pozostaje dzisiaj poza przedziałem percepcji analityków. Aktualne projekcje kondycji gospodarki globalnej skazują ją na recesję albo stagflację w perspektywie dwóch-trzech lat (a w najbardziej skrajnych prognozach – nawet

w perspektywie dekady). Przy czym stagflacja zdaje się być znacznie gorszym scenariuszem niż czysta, techniczna recesja.

Niewiele zaryzykuję, stawiając tezę, że w Polsce mamy znacznie wyższe prawdopodobieństwo pojawienia się męczącej stagflacji przy nieznacznie niższym ryzyku czystej recesji. W najnowszym doniesieniu Polskiego Instytutu Ekonomicznego, w którym autorzy usiłują łagodzić pesymistyczne nastroje gospodarcze, czytamy: „W 2023 r. gospodarka naszego kraju nadal będzie rosła, choć w nieco wolniejszym tempie niż w obecnym. Gorzej natomiast będzie z inflacją, gdyż będzie się ona utrzymywać na znacznie zawyżonym poziomie.” Choć sami autorzy raportu PIE zdaje się nie mieli takich intencji, to jednoznacznie potwierdzili wysokie zagrożenie stagflacją (czyli spowolnieniem gospodarczym w warunkach rosnącej inflacji).

Kryzys stagflacyjny zagraża nie tylko Polsce. To ryzyko globalne, narażające na straty całą gospodarkę światową. W Polsce jednak, poza negatywnymi impulsami globalnymi, mamy wiele naszych – chcia-

łoby się powiedzieć – swojskich problemów i zawiń, które skłaniają do wyjątkowego pesymizmu.

Dr Doom i inni ostrzegają

Atmosfera obaw przed dekonjunkcją narasta. Prognozy światowego wzrostu gospodarczego są dzisiaj obniżane we wszystkich źródłach analitycznych. Przed możliwym spadkiem światowego PKB ostrzegają: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy, Komisja Europejska, agencje ratingowe, wielkie banki i indywidualni analitycy. Zgodnie z kwietniowymi prognozami MFW, w roku 2022 tempo wzrostu światowego PKB osłabi się do 3,6 proc. w skali roku wobec 6,1 proc. w 2021. Z kolei Bank Światowy obciął ostatnio swoją prognozę dla globalnej gospodarki w 2022 z 4,1 proc. (prognoza ze stycznia) do 2,9 proc.

Swoje defetystyczne ostrzeżenia wysyła w świat również sławny Dr Doom – profesor Nouriel Roubini, jeden z niewielu, którzy przewidzieli kryzys AD 2008. Roubini już pod koniec lutego 2022, zaraz po inwazji Rosji na Ukrainę, donosił o ciężkich konsekwencjach wojny dla światowej gospodarki. Według niego świat stoi właśnie na krawędzi czarnego scenariusza – długotrwałego kryzysu i właśnie tego scenariusza powinniśmy się obawiać, niezależnie od faktu, że gospodarki rosyjska i ukraińska to łącznie zaledwie 3 proc. światowego PKB. Twierdzi, że wojna w Ukrainie stanie się reaktywacją „starej zimnej wojny”, w której cztery państwa, Rosja, Chiny, Iran i Korea Północna będą eskalować swoje niezadowolenie z zachodniego ładu i z globalnej dominacji USA. Dla Dr. Dooma oznacza to, że świat wszedł w fazę groźnych geopolitycznych perturbacji, które będą miały poważne skutki dla gos-

podarki i finansów światowych. Zdaniem Roubiniego, dzisiaj gospodarce globalnej zagrażają negatywne szoki podażowe, związane z cenami nośników energii oraz wysoka inflacja będąca skutkiem zadłużenia covidowego, teraz dodatkowo wzmocniona przez wzrost cen energii. Te dwa czynniki składają się na prognozowaną przez niego „stagflacyjną recesję”. Roubini już zauważa, że banki centralne stoją przed bardzo trudną perspektywą i będą przeklinane niezależnie od kierunku podejmowanych działań. Dzisiaj bowiem niezależnie od tego, czy banki centralne będą podnosić stopy procentowe czy też

**W Polsce mamy
znacznie wyższe
prawdopodobieństwo
pojawienia się męczącej
stagflacji przy nieznacznie
niższym ryzyku czystej
recesji**

nie będą tego robić, skutki będą prawdopodobnie podobnie negatywne. Niepodnoszenie stóp będzie przyspieszać inflację, a ich podnoszenie będzie wywoływać efekt hamowania gospodarki. Tak czy owak, więc grozi nam kryzys w postaci stagflacji.

Jeszcze bardziej przerażające scenariusze buduje Jamie Dimon, prezes JP Morgan, który alarmuje, że nadciąga „gospodarczy huragan”. Wprawdzie Dimon koncentruje się tylko na gospodarce amerykańskiej, jednak zaleca całemu światu przygotowanie się na najgorsze. Przypomina, że kryzys zawsze przychodzi po

wzrostach światowych cen ropy. I tak jest tym razem – ropa drożeje, a Dimon prognozuje, że wkrótce zobaczymy cenę na poziomie ponad 170 dolarów za baryłkę. Kryzys energetyczny pociągnie za sobą całą realną gospodarkę, ale także świat finansów. Chyba dlatego ekonomiści Morgana obniżyli prognozę wzrostu gospodarczego USA w 2022 roku do 2,4 proc., a na 2023 r. tylko nieznacznie powyżej 1 proc.

Nie mniej pesymistyczne, choć trochę ekstrawaganckie są wypowiedzi Elona Muska na temat nadchodzącego spowolnienia gospodarczego. Winą za nadchodzącą recesję obarcza pandemię i bardzo złe nawyki z okresu lockdownów. Na swoim twitterze opublikował niedawno dość kontrowersyjną opinię: „Zbyt długo pieniądze spływały na konta głupców. Ktoś musi zbankrutować. Ponadto, izolacja domowa związana z COVID-19 wmówiła ludziom, że nie muszą ciężko pracować. Nadchodzi niemila pobudka!” Zaraz potem Musk zaawizował redukcję zatrudnienia w swoich firmach z grupy Tesli o ok. 10 proc. i tłumaczył ją swoimi złymi przeczuciami co do gospodarki. Co ciekawe, chwilę przed słynnym już ostrzeżeniem Muska, Tesla zgłaszała zapotrzebowanie na ok. 5 tys. pracowników.

Recesji jeszcze nie widać, ale siada nam nastrój

Choć samo mówienie o recesji jest recesjogenne, to jednak ona się pojawia nie dlatego, że ktoś „wielki” ją zapowiedział, a dlatego, że zadziałały określone czynniki ekonomiczne. Już dzisiaj widoczne są przesłanki decydujące o przyszłej kiepskiej dekonjunkturze (ceny energii, wojna, inflacja), a ryzyko światowej recesji oceniane jest aktualnie na więcej niż 50 proc. Kli-

matu gospodarczego nie uspokajają ciągle stosunkowo dobre dane makroekonomiczne z gospodarek krajowych, w tym z tych największych, z grupy G20. Tempo wzrostu PKB za I kwartał 2022 w wielu gospodarkach jest wysokie, wskazuje wręcz na objawy przegrzania koniunktury. Polski wynik, tj. 8 proc. wzrostu PKB w I kw. 2022 zdaje się napawać optymizmem, ale jednocześnie niepokojem. Czy to łąbodzi śpiew polskiej gospodarki?

Elon Musk: izolacja domowa związana z COVID-19 wmówiła ludziom, że nie muszą ciężko pracować. Nadchodzi niemila pobudka

Również indeksy PMI dla przemysłu i usług w większości krajów odnotowują poziomy daleko powyżej 50 punktów, sugerując dobrą koniunkturę (ewentualne spadki poniżej 50 punktów zwiastowałyby recesję). W USA, wskaźnik PMI w maju 2022 to aż 57 punktów, w strefie euro – blisko 55 punktów. Nawet w Rosji PMI w ostatnich odczytach utrzymuje się powyżej 50 punktów. Poniżej tego progu znajdują się Turcja, Chiny i Polska. To w tych krajach widać pierwsze, na razie wątłe symptomy spowolnienia.

Obawy przed recesją także w innych państwach narastają i wydają się z dnia na dzień coraz silniejsze. Nastroje konsumenckie już od jesieni 2021 znacznie się pogorszyły, a od wybuchu wojny w Ukrainie osiągają ekstremalnie niskie odczyty. Indeks Michigan Sentiment (wskaźnik nastrojów konsumenckich

w USA publikowany przez Uniwersytet Michigan) w czerwcu 2022 wskazał 50,2 punktów i był najniższy od 45 lat. Podobnie kiepskie nastroje konsumenckie odnotowuje Consumer Confidence Index (CCI) szacowany przez OECD, który w maju 2022 zaliczył najniższy od 50 lat poziom, zbliżony do tego odnotowanego w 2009 roku w czasie kryzysu finansowego. Consumer Confidence Indicator w strefie euro zdaje się potwierdzać ten negatywny i niepokojący trend. CCI dla strefy Euro w maju 2022 wynosił -21,1 punktów, choć jeszcze rok temu był dodatni.

Ryzyko światowej recesji oceniane jest aktualnie na więcej niż 50 proc.

Również w Polsce obserwuje się wyraźne pogorszenie nastrojów konsumenckich. Notowany przez GUS BWUK (bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej) obrazujący obecne tendencje konsumpcji indywidualnej, w maju 2022 wyniósł 38,4, podczas gdy jeszcze rok wcześniej notował ponad 62 punkty. Nastroje Polaków są rekordowo złe – gorsze niż w czasie początków pandemii COVID-19, gorsze niż w dołku kryzysu finansowego w 2008 r.

Nie mniej niepokoju wnoszą pomiary indeksów nastrojów biznesowych. Na przykład ZEW Economic Sentiment Index dla strefy euro, który jeszcze w styczniu 2022 wynosił blisko 49 punktów, w lutym, po inwazji na Ukrainę, spadł do poziomu -39 punktów i w kolejnych miesiącach utrzymuje się na ujemnym poziomie. Co więcej, według prognoz tego wskaźnika dopiero w przyszłym roku możemy się spodziewać powrotu na dodatnią skalę.

Wojna, zdaje się, popsuła nastroje biznesowe nie tylko w strefie euro. Business Confidence Index (BCI) dla krajów OECD zanotował po lutym 2022 roku spadek i niebezpiecznie odwrócił trend wzrostowy, towarzyszący wychodzeniu z okresu pandemii w gospodarce. W polskim pomiarze, wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury GUS od lutego 2022 wykazuje wyraźną regresję dla niemal wszystkich sektorów, chociaż jeszcze do końca 2021 awizował zdecydowaną poprawę koniunktury.

Uzasadniony strach

Na tle przedstawionych twardych danych dość natrętnie nasuwa się fundamentalne pytanie: Dlaczego, mimo obiektywnie dobrych parametrów makroekonomicznych, obserwujemy spadek sentymentu konsumenckiego i biznesowego do poziomów gorszych niż w warunkach kryzysu, bezrobocia, czy pandemii? Dlaczego konsumenci i przedsiębiorstwa są w tak fatalnych nastrojach?

Znaczenie ma z pewnością strach, a strach to przedpole kryzysu. Trzeba jednak zaznaczyć, że to strach uzasadniony. Po pierwsze, gospodarka światowa jeszcze nie wyleczyła ran doznanych w czasie pandemii, a już została narażona na nowe zagrożenia. Inwazja Rosji na Ukrainę stała się *game changerem* i radykalnie odmieniła uwarunkowania rozwoju niemal dla całej gospodarki globalnej. Obserwacje koniunktury światowej przed 24 lutego wskazywały, że odbicie gospodarcze po pandemii było bardzo dynamiczne, a w niektórych gospodarkach (również w Polsce) ujawniały się nawet symptomy przegrzania koniunktury. Prognozy i scenariusze dla światowej ekonomii na kolejne 2-3 lata były optymistyczne, choć ten optymizm schładzała silna presja in-

flacyjna wywołana przez gigantyczne rozmiary długów pocovidowych. Teraz pojawiły się nowe, wyjątkowo silne czynniki proinflacyjne. Embargo na dostawy ropy, gazu i węgla z Rosji wzmacnia oddziaływanie tzw. greenflacji (dynamicznego wzrostu cen surowców energetycznych). Wszystkie instytucje analityczne zgodnie podkreślają, że głównym destymulatorem wzrostu w najbliższych latach będzie wysoki koszt odcięcia gospodarki (głównie europejskiej) od rosyjskich surowców energetycznych. Jak się szacuje, rezygnacja z rosyjskich dostaw ropy, gazu i węgla w samej strefie euro przyniesie utratę PKB w przedziale 0,8 – 2,6 punktu procentowego i wywoła wzrost inflacji od 2 do 3 punktów procentowych. Trzeba bowiem pamiętać, że rosyjskie węglowodory są tańsze niż ich odpowiedniki na światowych rynkach. Różnica między baryłką ropy rosyjskiej a norweskiej BRENT to aktualnie nie mniej niż 30 dolarów, a więc ok. 25 proc. ceny. Podobnie cena węgla na giełdzie ARA to aktualnie blisko 350 dolarów za tonę, podczas gdy rosyjski węgiel w długoterminowych kontraktach kosztował do niedawna kilkadziesiąt dolarów.

Do tego przed nami cykle podwyżek światowych cen dóbr żywnościowych, wynikające z ograniczonej podaży produktów rolnych. To problemy wynikające ze znaczącego udziału Rosji i Ukrainy w wielu sektorach światowej produkcji – ropy (12 proc.), gazu ziemnego (9 proc.), pszenicy (25 proc.), kukurydzy (14 proc.) i niklu (11 proc.). W tym kontekście używanie pojęcia „putinflacja” wydaje się uprawnione, jednak zaznaczyć trzeba, że to tylko jeden z wielu czynników wzmacniających tendencje wzrostu cen w gospodarce światowej.

To właśnie inflacja jest dzisiaj najpoważniejszym problemem i to właśnie in-

flacja generuje strach, frustrację ekonomiczną, a nawet panikę na rynkach. Międzynarodowy Fundusz Walutowy już w marcowym komunikacie stwierdzał, że wojna i związane z nią sankcje gospodarcze wywołają bezprecedensowy „szok cenowy” o zasięgu ogólnoswiatowym. Faktycznie w pierwszej połowie 2022 roku ceny poszybowały w górę w niemal wszystkich gospodarkach. Stopa inflacji w USA wynosi już ponad 8,5 proc., w UE przekroczyła 8 proc., szczególnie mocno dotykając kraje byłego bloku wschodniego (w Polsce – blisko 14 proc., w Czechach – 16 proc., na Litwie, w Łotwie czy Estonii zbliża się niebezpiecznie do wymiaru 20 proc.). Krytycznie złe wyniki notuje Turcja (73,5 proc.) i Argentyna (61 proc.) – państwa, które mają bardzo złe doświadczenia ze zwalczaniem inflacji.

Nastroje Polaków są rekordowo złe – gorsze niż w czasie początków pandemii COVID-19, gorsze niż w dołku kryzysu finansowego w 2008 r.

Tak wysoka inflacja jest więc kosztem, który po pierwsze ponosimy dlatego, że w okresie pandemii, w latach 2020-21, nie doszło do detonacji kryzysu gospodarczego i głębokiej depresji, po drugie dlatego, że świat musi płacić więcej za surowce energetyczne i żywnościowe po wyeliminowaniu z gry dostaw rosyjskich i po spadku ich podaży. Walka z tą wieloskładnikową inflacją będzie bardzo trudna. Wydaje się, że samo zakończenie faz lu-

zowania polityki monetarnej (*quantitative easing*), akcje podwyżek stóp procentowych, czy stosowanie *taperingu* (odwrotność drukowania pieniędzy – skupywanie aktywów z rynku) będą niewystarczające dla wyhamowania tempa wzrostu cen. Jednocześnie te działania wydają się jak dotąd słabo skalibrowane i nie przynoszą oczekiwanych efektów dezinflacyjnych, za to już mają oddziaływanie recesyjne – hamujące gospodarkę. Wyższy koszt kredytu już dzisiaj przynosi wyhamowanie procesów inwestycyjnych w firmach i jako taki wróży negatywne szoki podażowe. Taki scenariusz oznacza wprost pojawienie się recesji lub stagflacji. O tym, czy to będzie recesja, czy dużo groźniejsza stagflacja, zdecyduje dalszy przebieg cyklu podwyżek cen. Jeżeli inflacja zacznie szybko spadać, to recesja może być płytka i krótkotrwała. Jeżeli jednak inflacja pozostanie wysoka, to na skutek antyinflacyjnej polityki banków centralnych wkrótce zarejestrujemy spowolnienie w połączeniu z inflacją.

Ponure analogie

Musimy się więc przygotować na zjawisko od dawna (od lat 70. i 80. XX wieku) niewidziane w gospodarce światowej – czyli na tzw. stagflację. Termin ten wprowadził do ekonomii brytyjski minister skarbu I. Macleodow po obserwacji zaskakującego w swoim przebiegu i objawach kryzysu dekady lat 70. w Wielkiej Brytanii i USA. Pojęcie pochodzi z połączenia dwóch przebiegających paralelnie zjawisk: stagnacji gospodarczej i wysokiej inflacji, czyli oznacza wzrosty cen w warunkach spowolnionego wzrostu gospodarczego, a nawet w warunkach recesji. To zaskakujące połączenie, bo zwykle inflacja towarzyszy fazom silnego wzrostu gospodarczego.

Zwykle dobrej koniunkturze towarzyszą wzrosty cen, bo rośnie popyt, rośnie produkcja, rosną inwestycje. Tymczasem stagflacja oznacza wzrost cen mimo kiepskiej koniunktury i jako taka jest poważną „chorobą” gospodarki, bardzo trudną do wyleczenia.

**Krytycznie złe wyniki notuje
Turcja (73,5 proc.)
i Argentyna (61 proc.) –
państwa, które mają bardzo
złe doświadczenia ze
zwalczeniem inflacji**

Historia amerykańskiej stagflacji z lat 70. nasuwa bardzo ponurą analogię. W 1973 r. doszło w gospodarce światowej do akceleracji inflacji, wywołanej dwoma czynnikami – zbyt łagodną polityką pieniężną w minionej dekadzie oraz gwałtownymi zaburzeniami na rynkach surowców rolnych i energetycznych (tzw. kryzys paliwowy). Inflacja z tamtego okresu skutkowałą spadkiem realnych dochodów ludności i w następstwie spadkiem konsumpcji. Jednocześnie rosnące ceny uruchomiły mechanizm znany jako spirala cenowo-płacowa. Choć gospodarkę dręczyła recesja (spadek produkcji, spadek produktywności), to nominalne płace dynamicznie rosły. W tamtym czasie rząd amerykański zaproponował działania osłonowe i mimo rosnącego bezrobocia podniósł o 25 proc. płacę minimalną. Chwilę później amerykańskie związki zawodowe wymusiły dalsze podwyżki wynagrodzeń. Reakcje amerykańskiego banku centralnego (FED) i serie podwyżek stóp pro-

centowych okazały się spóźnione i rozczarowująco słabe. Nie przyniosły redukcji inflacji. W efekcie w gospodarce amerykańskiej rozpoczęła się tzw. stracona dekada, w czasie której inflacja i bezrobocie były łącznie wysokie, a wzrost gospodarczy – dość niski (średnio poniżej 2 proc. rocznie).

Pięć czynników polskiego kryzysu

Nie można oprzeć się wrażeniu, że historia amerykańskiej stagflacji to wierny opis zjawisk, jakie dzisiaj obserwujemy w Polsce. Jednak polska gospodarka jest słabsza niż amerykańska, jest mniej doświadczona i do tego niestabilna politycznie. To sytuacja, w której nawet najmniejszy wstrząs generuje więcej długookresowych zagrożeń i ryzyk. I choć jakaś część polskich problemów została wywołana przez impulsy globalne, zewnętrzne (*greenflacja*, *putinflacja*), to jednak mamy też wiele naszych, swojskich, krajowych ryzyk, które nasilają skalę zbliżającej się stagflacji.

Dlaczego stagflacja w Polsce jest bardziej prawdopodobna niż w innych krajach?

Po pierwsze dlatego, że w Polsce inflacja ma w ogromnej mierze źródła endogeniczne, związane z krajowym wzrostem podaży pieniądza na rynku oraz dynamicznie rosnącym od lat popytem konsumpcyjnym. To efekt wieloletniej polityki luzowania ilościowego, związanej ze wzmocnieniem transferów socjalnych. Ale to także skutek akcji ratunkowych okresu pandemii, kiedy w Polsce uruchomiono specjalną akcję „dodruku” w postaci emisji obligacji Polskiego Funduszu Rozwoju o wartości ponad 250 mld zł, skierowanych na fundusz obsługujący kolejne edycje tarcz antykryzysowych. Zatem w kolejnych okresach, przed rozpoczęciem wojny

w Ukrainie, polska inflacja była efektem „zalewania pieniędzmi” różnych problemów gospodarczych i społecznych. Przynajmniej od siedmiu lat obserwujemy w Polsce syndrom „helicopter money” – populistycznego, nieracjonalnego rozdawnictwa publicznych pieniędzy. To transfery bardzo słabo skalibrowane i często błędnie ukierunkowane. W efekcie, nie rozwiązują problemów, które miały rozwiązać. Sztandarowym przykładem pozostaje w Polsce

Przynajmniej od siedmiu lat obserwujemy w Polsce syndrom „helicopter money” – populistycznego, nieracjonalnego rozdawnictwa publicznych pieniędzy

powszechny program 500+ – zasiłek należny wszystkim rodzinom niezależnie od kryterium dochodowego. Program, który miał być polskim panaceum na niski przyrost naturalny niestety nie przyniósł i nie przynosi oczekiwanego wzrostu dzietności.

Ogromna część polskiej presji inflacyjnej, która ujawniła się dużo wcześniej niż pandemia i wzrost cen nośników energii, bo już w roku 2019, to tzw. inflacja bazowa (pomiar zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych z wyłączeniem cen administrowanych, cen najbardziej zmiennych, cen żywności i energii). Aktualnie inflacja bazowa w Polsce szacowana jest na ok 7-8 proc., co oznacza, że to właśnie czynniki wewnętrzne wywołują przynajmniej połowę wymiaru tempa wzrostu cen.

Od 2021 roku z kolei polska inflacja była dodatkowo napędzana przez wadliwe, fałszujące stan faktyczny komunikaty NBP i mocno spóźnioną reakcją Rady Polityki Pieniężnej. Zdaje się, że kojący i tym samym szkodliwy przekaz prezesa Głapińskiego nie znalazł uznania i jako nierzetelny napędził skalę oczekiwań inflacyjnych. Szybko rosnące ceny zmusiły ostatecznie RPP do otwarcia jesienią 2021 roku cyklu historycznych podwyżek stóp procentowych, które jak dotąd nie ujawniły efektu dezinflacyjnego. Problem w tym, że wzrostom rygorów w polityce monetarnej towarzyszy dzisiaj bardzo kolizyjny kurs szeroko rozumianej polityki fiskalnej rządu. O ile rosnąca stopa procentowa ma za zadanie ograniczyć podaż pieniądza na rynku i zredukować apetyty konsumpcyjne Polaków, o tyle rządowe instrumenty wsparcia w warunkach inflacji same w sobie są proinflacyjne. Tarcze antyinflacyjne czyli złagodzone wymiary podatków pośrednich na energię i żywność, obniżka podatku PIT czy rządowe dopłaty do cen węgla to instrumenty adresowane do wyborców za cenę dalszego wzrostu podaży pieniądza i dalszego pogłębiania inflacji. A to nie jedyne zagrożenia proinflacyjne w Polsce. Trzeba uwzględnić dodatkowo nadchodzące ryzyko dalszego, być może nawet gwałtownego wzrostu inflacji do poziomu powyżej 20 proc. Po pierwsze, wymuszona wojną i sankcjami przyspieszona transformacja energetyczna w Polsce pociągnie za sobą olbrzymie koszty i dalsze wzrosty cen. To będzie najprawdopodobniej krytyczny czynnik inflacyjny, a sama, bardzo trudna logistycznie substytucja źródeł importu nośników energii może wywołać poważne deficyty podaży, również silnie proinflacyjne. Po drugie, zapowiadane na drugą połowę 2022 roku wygaszenie tarcz

antyinflacyjnych (jeśli nie zostaną prolongowane) ujawni faktyczną skalę podwyżek cen energii. Po trzecie, niestabilny, słabnący kurs złotego w stosunku do głównych walut rozliczeniowych na rynkach energii może dodatkowo pogłębić skalę wzrostów kosztów zakupu energii. Po czwarte w końcu, przed nami dalsze podwyżki płacy minimalnej (na 2023 zapowiedziano aż dwie), które wzmocnią roszczenia pracowników i wywołają niebezpieczną spiralę cenowo-płacową. Po piąte – i z pewnością nie ostatnie – najbliższe kilkadziesiąt miesięcy upłynie w Polsce w klimacie atmosfery przedwyborczej. Zobaczymy jeszcze miliony banknotów z „helicopter money”, napędzających inflację i oczekiwania inflacyjne.

Kojący i tym samym szkodliwy przekaz prezesa Głapińskiego nie znalazł uznania i jako nierzetelny napędził skalę oczekiwań inflacyjnych

Jednocześnie, poza bezprecedensowym ryzykiem inflacyjnym, mamy w Polsce również ryzyko istotnego spowolnienia gospodarczego. Szacuje się, że tylko utrata dostaw rosyjskiego węgla może zredukować polskie PKB o ok. 0,5 proc. Nadal utrzymujące się zagrożenie wstrzymania wypłat funduszy unijnych w ramach Krajowego Planu Odbudowy to z kolei koszt ok. 1 proc. polskiego PKB. Nie bez wpływu na rozmiar i tempo wzrostu PKB pozostanie także polityka monetarna. Należy

się spodziewać, że szybko rosnący koszt pieniądza (stopa procentowa) wywoła wyhamowanie procesów inwestycyjnych zarówno w sektorze publicznym, jak i prywatnym. To zjawiska podnoszące ryzyko recesji, które w zderzeniu z wysoką, trudną do opanowania inflacją budują dla Polski scenariusz dotkliwej stagflacji. I oby to nie był scenariusz amerykańskiej straconej dekady!

Tymczasem w niedawnym wystąpieniu prezes Głapiński wyznaje, że według niego przewidywania wystąpienia stagflacji w Polsce są przesadzone. Jak twierdzi, na razie nie dostrzega takiego ryzyka i jest skłonny zapowiedzieć rychłe obniżki stóp procentowych. I tym razem ostrzegam – projekcji prezesa NBP nie można traktować poważnie. Zdaje się, że kluczem tej wypowiedzi jest określenie „na razie”.