

# Czy uda nam się osiągnąć „słodki punkt”? Wyjście z inflacji bez kryzysu jest możliwe, ale trudne



## 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

**Klimat zewnętrzny i koniunktura globalna sprzyjają przejściu suchą stopą przez kryzys. Niestety na przeszkodzie mogą stać „szare nosorożce” – od starzenia się społeczeństwa przez kapitalizm państwowy do rozdawnictwa**

Tezy o rozpoczynającej się właśnie w Polsce recesji wydają się bezdyskusyjne. Jednak każdy, kto obstawia głęboką recesję, albo długo eskalujący kryzys w polskiej gospodarce – a takie nastroje dominują wśród ekonomistów – musi się skonfrontować z rzeczywistymi danymi płynącymi z gospodarki krajowej i globalnej. Zdaje się, że zagrożenie tym najczarniejszym scenariuszem słabnie, a Polska ma szansę obronić wzrost PKB w tym roku i przyspieszenie w kolejnych latach. Wprawdzie według najnowszej prognozy Komisji Europejskiej nie ma co liczyć na wynik z 2022 r. (wzrost 4,9 proc.), jednak wszystko wskazuje na to, że Polska oprze się recesji. KE prognozuje, że w tym roku wzrost PKB wyniesie 0,7 proc., będzie to jednak tempo słabsze niż w całej UE (1 proc.). Mniej optymistyczne projekcje przedstawia dla Polski Międzynarodowy Fundusz Walutowy i wycenia wzrost PKB w 2023 roku na 0,3 proc. (w roku 2024 – 2,4 proc., a w 2025 – 3,7 proc.). Oznacza to,

że polska gospodarka odnotuje w najbliższej perspektywie raczej stagnację niż głęboki kryzys, a jej tempo wzrostu będzie niedoborowe wobec długookresowego potencjału rozwoju, szacowanego na 3-3,5 proc. rocznie. Wyniki poniżej tego poziomu skazują gospodarkę na liczne zapóźnienia i straty. Rzecz w tym, że wynik bliski zeru w jednym roku nie zostanie raczej skompensowany w kolejnym (bo wtedy wzrost musiałby osiągnąć ponad 6 proc.). Taki scenariusz należy uznać za mało prawdopodobny i odrzucić. Jaki scenariusz jest zatem prawdopodobny? Uwzględniając zaskakująco pozytywne dane za I kwartał 2023, można mówić o pewnej odporności polskiej gospodarki na recesję. Być może nawet w perspektywie 3 lat uda nam się osiągnąć tzw. „sweet spot” (punkt idealny, „słodki”), czyli taki poziom kosztu pieniądza, który zagwarantuje wygaszenie inflacji bez głębokiej recesji. „Sweet spot” jako bezrecesyjna ścieżka dezinflacyjna to jednak ryzykowna akrobacja cyrkowa.

Może się udać, niemniej istnieje dużo pułapek i zagrożenie upadku.

### **Początek 2023 – z optymizmem**

Na początku tego roku wydawało się, że nie ominie nas recesja, a jej głębokość będzie mierzona wskaźnikami spadku popytu konsumpcyjnego i spadku produkcji. Faktycznie według danych za marzec i kwiecień sprzedaż detaliczna spadła aż o 7,3 proc. rok do roku. To dane fatalne, gorsze od statystyk z okresów lockdownów w 2020 i 2021 roku. Polacy zareagowali na rosnące ceny i spadek dochodów realnych zaciskaniem pasa i redukcją wydatków na dobra niebędące pierwszą potrzebą. Wydaje się, że ten trend będzie bardzo trudno odwrócić w tym roku.

Nie lepiej ma się produkcja. GUS podaje, że w kwietniu produkcja obniżyła się aż o 6,4 proc. rok do roku. To jest bardzo poważny spadek, porównywalny do tego z czasów kryzysu finansowego z 2009 r. Dlaczego więc tak głęboka redukcja konsumpcji i dołek w produkcji nie przekładają się na podobne wyniki PKB? Dane za I kwartał wskazują wszak na spadek PKB tylko o 0,2 proc. rok do roku. To zaskakująco dobry wynik, zwłaszcza kiedy uwzględnimy, że tzw. konsensus rynkowy wyceniał redukcję PKB nawet na 0,8 proc. Analitycy bankowi dość zgodnie komentują tę niespodziankę jako symptom zakończenia recesji technicznej i awizują, że polska gospodarka może jeszcze w tym roku przejść do fazy ożywienia.

Dobry wynik na początku tego roku to efekt bardzo silnego eksportu i niesłabnących inwestycji. Polskie saldo handlu zagranicznego osiągnęło w I kwartale rekordowo wysoki poziom, a nadwyżka jest aż o połowę wyższa niż ta z poprzed-

niego szczytu z końca 2020 r. Te dobre wieści dostrzega rynek walutowy i umacnia złotego do poziomów z 2021 roku. Niemalże zaskoczenie przynoszą też wskaźniki inwestycji. Wyniki finansowe firm mają się dobrze, co skłania je do inwestowania. Czynnikiem sprzyjającym wzmożeniu procesów inwestycyjnych w biznesie jest głównie transformacja energetyczna, ale także przyspieszenie realizacji przedsięwzięć współfinansowanych ze środków UE z perspektywy 2014-2020 (deadline na rozliczenie projektów do końca 2023 r.)

**Polskie saldo handlu zagranicznego osiągnęło w I kwartale rekordowo wysoki poziom, a nadwyżka jest aż o połowę wyższa niż ta z poprzedniego szczytu z końca 2020 r.**

Pytanie tylko, czy te *drivery* eksportu i inwestycji będą miały charakter trwały i zbuforują spadki konsumpcji i produkcji w kolejnych okresach.

### **Globalny klimat nam sprzyja**

Osiągnięcie „sweet spot”, czyli skuteczne obniżenie inflacji bez ryzyka recesji i jej skutków w postaci wzrostu bezrobocia i spadku inwestycji to bardzo trudna sztuka. Jak twierdzi amerykański ekonomista Jason Furman z Harvardu Business School, udaje się ona dzisiaj gospodarce USA, która podąża konsekwentnie ścieżką dezinflacyjną bez wyraźnych symptomów re-

cesji. Wstępne dane z za oceanu dokumentują, że w I kwartale PKB wzrósł o 1,1 proc., a inflacja spadła ze szczytowego poziomu 9 proc. w połowie 2022 r. do 5 proc. na koniec marca tego roku. Jednocześnie FED nie wyklucza kolejnych podwyżek stóp procentowych w celu szybszego wygaszenia inflacji, ale uzależnia je od dalszych wyników gospodarki. To właśnie utrzymywanie trudnego balansu między monetarną polityką antyinflacyjną a troską o jej skutki dla gospodarki pozwala przypuszczać, że w USA wzrost gospodarczy jest wystarczająco niski, żeby zredukować inflację, a jednocześnie wystarczająco wysoki, żeby obronić się przed recesją i jej skutkami.

Czy nam w Polsce może się udać ta trudna sztuka? Czy w najbliższych latach znajdziemy się w punkcie idealnym? Odpowiedź na to pytanie musi uwzględniać zarówno czynniki globalne, jak i te endogeniczne, krajowe.

Jeśli mowa o wpływach koniunktury globalnej, to sygnały ze świata są dość pozytywne i oddalają ryzyko zainfekowania Polski głębokim kryzysem przez największych graczy. Wspomniane już niezłe wyniki gospodarki amerykańskiej towarzyszą dobrym doniesieniom z Chin. W pierwszym kwartale 2023 roku PKB wzrósł tam o 4,5 proc. rok do roku, po wzroście o 2,9 proc. kwartał wcześniej. Oznacza to, że osiągnięcie wzrostu na poziomie 5 proc. w tym roku, zgodnie z założeniami rządowymi, jest wysoce prawdopodobne. Główne efekty dla wzrostu PKB w Chinach przynoszą dane dotyczące produkcji i sprzedaży detalicznej, które odnotowały tempo wzrostu odpowiednio o 3,9 i 10,2 proc. Wydaje się też, że Europa odpiera zagrożenia recesją. W I kwartale tego roku PKB UE wzrosło o 1,3 proc. rok do roku i 0,3 proc. kwartał do kwartału. Nie

widać więc w Unii objawów utrzymywania się płytkiej recesji z końcówki 2022.

Dla polskiej gospodarki kluczowe znaczenie ma koniunktura zachodniego sąsiada. Tu wieści są trochę słabsze, bo kwartalna dynamika PKB w Niemczech rozczarowała – w pierwszych trzech miesiącach roku była zerowa, podczas gdy spodziewano się, że urośnie o 0,2 proc. w skali kwartał do kwartału. Niemniej to nadal wynik bez minusa, czyli raczej stagnacja niż recesja.

## **Niezłe wyniki gospodarki amerykańskiej towarzyszą dobrym doniesieniom z Chin. W pierwszym kwartale 2023 roku PKB wzrósł tam o 4,5 proc. rok do roku**

Koniunktura światowa zatem zaskoczyła dość pozytywnie. Wprawdzie nie ma mowy o szybkim ożywieniu gospodarczym, to jednak nie ma wyraźnych symptomów pełzającej recesji, którą awizowano w większości mainstreamowych prognoz gospodarczych. Oznacza to, że polska gospodarka nie musi się obawiać transmisji „wirusa kryzysu” z zewnątrz, ale też nie może liczyć na transmisję cech przyspieszenia gospodarki. Można więc mówić o dość neutralnym wpływie deskryptorów egzogenicznych na koniunkturę w Polsce w najbliższym okresie. Fakt ten jednocześnie wzmacnia znaczenie naszych wewnętrznych czynników determinujących ścieżki rozwoju gospodarki.

## Nasze szare nosorożce

Niestety ocena krajowych determinantów koniunktury wypada dość niepokojąco. Fatalne w skutkach dla gospodarki mogą okazać się wkrótce tzw. szare nosorożce, czyli zjawiska wysoko prawdopodobne, o silnym wpływie na gospodarkę, jednak lekceważone, a nawet ignorowane. Wśród najważniejszych należy wymienić: negatywne długoterminowe trendy demograficzne, niedoborowe przynajmniej od dekady inwestycje w sektorze prywatnym, wzmacniający się wzorzec rozwoju kapitalizmu państwowego (patologie rozwoju w spółkach skarbu państwa) oraz towarzysząca mu wyraźna destrukcja instytucji państwa prawa, krytycznie zły stan finansów publicznych (niekontrolowane narastanie długu publicznego), bardzo nieefektywna, nieskuteczna polityka antyinflacyjna i w końcu – *last but not least* – skutki realizacji obietnic wyborczych dla gospodarki i finansów publicznych. To czynniki o charakterze destymulatorów, narażające polską gospodarkę w najlepszym przypadku na stagnację lub stagflację, w gorszym na recesję techniczną, a w najgorszym scenariuszu na głęboki, długotrwały kryzys. To czynniki, w których na próżno szukać podstaw do szybkiego wzrostu gospodarczego.

Po pierwsze, długoterminowym triggerem słabnięcia polskiej gospodarki jest niesprzyjająca demografia. Zdaje się, że w Polsce zakończył się okres korzystania z tzw. dywidendy demograficznej. Prognozy demograficzne jednoznacznie skazują Polskę na rolę jednego z najstarszych społeczeństw Europy. W bazowym scenariuszu, w ciągu jednego pokolenia ubędzie nas 5,5 miliona, a dominującą grupą na rynku pracy staną się osoby w wieku

50-65 lat. Przy założeniu, że wiek emerytalny w Polsce nie zostanie z przyczyn politycznych wydłużony, sytuacja ta zepchnie naszą gospodarkę w permanentną fazę stagnacyjną i osłabi nasz potencjał wzrostu.

Po drugie, o perspektywach wzrostu gospodarczego w długim okresie decydują wytworzone dzisiaj zdolności produkcyjne. Mowa o inwestycjach w sferze gospodarki. Od przynajmniej dekady są one na krytycznie niskim poziomie, a trend spadkowy trwa. I choć aktualny rząd zapowiadał w zapomnianej już dzisiaj Strategii Odpowiedzialnego Rozwoju z 2016

**W ciągu jednego pokolenia  
ubędzie nas 5,5 miliona,  
a dominującą grupą na  
rynku pracy staną się osoby  
w wieku 50-65 lat**

roku wzrost stopy inwestycji do poziomu 25 proc. PKB, to faktycznie w ostatnich 8 latach oscyluje ona wokół 17-18 proc. W 2015 roku inwestycje w Polsce wynosiły 20,4 proc. PKB, w latach 2016-17 nastąpił dynamiczny spadek do 17,6 proc. W latach 2018-2019 stopa inwestycji wzrosła do 18,9 proc., jednak od tego czasu spada – w 2020 roku było to już jedynie 18,3 proc., w 2021 roku 17 proc. Najgorszy wynik zanotowano w ubiegłym roku, w którym stopa inwestycji spadła do poziomu 16,8 proc. To najniższy odczyt od połowy lat 90. Kontynuacja tej negatywnej tendencji grozi Polsce osłabieniem potencjału wzrostu.

Polskie inwestycje mają się nieźle jedynie w sektorze spółek skarbu państwa i sektorze inwestycji na zamówienie polityczne. Wiele z nich nie znajduje ekonomicznego uzasadnienia i – co nie mniej ważne – nie wytrzymuje krytyki w obszarze znaczenia dla polskiej gospodarki i polskiego społeczeństwa. Wiele z nich przynosi też szkodliwe skutki dla konkurencji i interesu społecznego. Wystarczy przywołać klasyczne już przykłady inwestycji w ramach polskiego kapitalizmu państwowego, takie jak: CPK, lotnisko w Radomiu, polska elektromobilność, fuzje (przejęcia) Orlenu – budowa koncernu multienergetycznego, promy, czy przekop Mierzei Wiślanej. Te przedsięwzięcia to megalomańskie projekty, w które prywatny kapitał nie zaangażowałby nawet złotówki. To inwestycje wzmacniające kapitalizm państwowy w Polsce, który sam w sobie nie daje żadnych gwarancji trwałego wzrostu gospodarczego, odwrotnie zwiększa ryzyko kryzysu. Kapitalizm państwowy oraz psucie instytucji państwa prawa jako patologie ostatnich 8 lat wpływają także na spadek zaufania inwestorów prywatnych (tych krajowych i tych zagranicznych) do państwa polskiego i do gospodarki polskiej. W takich warunkach trudniej o inwestycje wielkiej skali, trudniej o inwestycje technologiczne, trudniej o inwestycje kreujące potencjał wzrostu gospodarczego w Polsce.

Podobnie negatywny efekt dla perspektyw wzrostu gospodarczego przynosi aktualna, wysoko nieskuteczna polityka deflacyjna. Według prognoz Komisji Europejskiej Polska w tym i kolejnym roku zanotuje najwyższą stopę inflacji w całej UE. Oznacza to, że o ile Europa przy sprzyjających trendach cenowych na rynkach surowcowych radzi sobie nieźle z gaszeniem presji inflacyjnej, o tyle w Pol-

sce możemy mówić o uporczywej i ciągle wysokiej inflacji (trzeba zwrócić uwagę na rozmiar inflacji bazowej – ponad 12 proc.). Wymaga to zaostrzenia polityki monetarnej, tymczasem Prezes NBP pakuje na sopockim molo zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych, a na comiesięcznych konferencjach puszcza oko do oczekujących poluzowania ilościowego i obniżki stóp. Zdaniem ekonomistów Międzynarodowego Funduszu Walutowego, „lepiej, żeby NBP przesadził z zacieśnianiem polityki niż z jej łagodzeniem,

**Choć aktualny rząd zapowiadał w zapomnianej już dzisiaj Strategii Odpowiedzialnego Rozwoju z 2016 roku wzrost stopy inwestycji do poziomu 25 proc. PKB, to faktycznie w ostatnich 8 latach oscyluje ona wokół 17-18 proc.**

bo gołębi błąd będzie bardziej kosztowny dla gospodarki”. W głównym scenariuszu MFW przewiduje, że inflacja w Polsce będzie obniżała się z obecnych 15 proc. do celu NBP (2,5 proc.) przez kolejne 3 lata, aż do końca 2025 r., a to oznacza kontynuowanie niepewności gospodarczej i wstrzymywanie gospodarki od powrotu na ścieżkę wzrostu.

Rozczarowujące efekty polityki celu inflacyjnego oraz gorsze od oczekiwań odczyty i prognozy inflacji to nie tylko вина błędnej polityki RPP czy banku cen-

tralnego. Nadmiarowa podaż pieniądza, jako główna wewnętrzna przyczyna presji inflacyjnej, to również „zasługa” ekspansywnych wydatków państwa. Rząd od lat rozpaczliwie usiłuje zbudować „państwo dobrobytu” na kredyt, powiększając deficyt sektora finansów publicznych i dług publiczny. Wystarczy odnotować, że dług publiczny w Polsce w ciągu ostatnich 8 lat podwoił się (wzrósł z poziomu ok. 850 mld zł w 2015 roku do ponad 1,6 bln zł na koniec maja 2023). Obok oficjalnego długu o takim rozmiarze, Zjednoczona Prawica stworzyła alternatywny obieg środków publicznych, pozostający poza kontrolą parlamentarną czy społeczną.

**Polskie inwestycje mają się nieźle jedynie w sektorze spółek skarbu państwa i sektorze inwestycji na zamówienie polityczne. Wiele z nich nie znajduje ekonomicznego uzasadnienia**

To dodatkowy dług publiczny o wartości ok. 370 mld zł, funkcjonujący w postaci kilkudziesięciu funduszy rządowych, w których dystrybucja środków jest przynajmniej wątpliwa, jeśli nie zupełnie kontrowersyjna. To nie tylko niemoralna gospodarka finansami publicznymi, to również bezpośrednie ryzyko spowolnienia gospodarki w warunkach silnego zadłużenia. Wysoki i szybko rosnący dług publiczny generuje wyższe koszty jego obsługi, ale także odbiera państwu potencjalne możliwości interwencji na wypadek kry-

zysów nagłych (takich jak pandemia czy wojna).

Sytuacji w polskich finansach publicznych nie naprawi z pewnością tegoroczna kampania wyborcza i ewentualne realizacje obietnic wyborczych w niedalekiej przyszłości. Dotychczasowe propozycje wyborcze PiS (tj.: „800+”, 13 i 14 emerytura jako transfery stałe, bezpłatne autostrady i bezpłatne leki) wyceniane są na dodatkowe 40-100 mld zł, obciążające polski budżet rocznie (a to ostrożne szacunki). Co więcej, nowe i podwyższone transfery socjalne mogą wzmocnić presję inflacyjną, wszak to dodatkowy strumień pieniądza na konsumpcję. Według kalkulacji jednego z jastrzębich członków RPP te obietnice mogą wywołać inflację wyższą nawet o 2 punkty procentowe. A przecież przed nami jeszcze parę miesięcy kampanii wyborczej i czas, w którym politycy adorujący wyborców obiecują jeszcze wiele kosztownych rozwiązań. Dla porządku rzeczy wypada zaznaczyć, że zarzut ten dotyczy w zasadzie wszystkich stron sceny politycznej.

**Werdykt: „sweet spot” czy kryzys?**

Wydanie werdyktu w sprawie: „sweet spot” vs kryzys jest zadaniem trudnym i obciążonym olbrzymim ryzykiem błędu.

Za uzyskaniem punktu idealnego przemawiają publikacje danych dotyczących gospodarki globalnej w I kwartale 2023. Faktycznie, klimat koniunktury w kluczowych dla Polski gospodarkach jest lepszy niż oczekiwano i wydaje się sprzyjający. Zachowanie idealnego punktu to jednak bardzo trudne zadanie, pełne pułapek, z olbrzymim ryzykiem porażki. Wszystko zależy od sprawności i kompatybilności krajowych polityk monetarnej i fiskalnej, które stoją dzisiaj przed ogromnym wy-

zwaniem stabilizacji wartości złotego, przywrócenia jego siły nabywczej i powrotu gospodarki na ścieżkę wzrostu.

Za recesją czy kryzysem z kolei przemawiają argumenty z oceny wewnętrznych determinantów koniunktury w Polsce. Jeśli opisane w tym tekście oddziaływanie tzw. szarych nosorożców się ujawni, nie możemy liczyć na sukces. Jednocześnie, jak sugeruje niemała część ekonomistów, gospodarka z pewnym opóźnieniem zareaguje na wysoką stopę procentową i dopiero w drugiej połowie roku wpadnie w recesję. To jest możliwe, gdyż jeśli sektor bankowy zaostry kryteria kredytowe, firmy zredukują inwestycje, zmniejszą liczbę wakatów, a nawet przeprowadzą zwolnienia. To w końcu możliwe, jeśli wskaźniki wyprzedzające koniunktury, w tym PMI dla Polski, który spada od stycznia i w kwietniu zanotował poziom 46,6, znajdą potwierdzenie w rzeczywistych odczytach. Dodatkowo wielu ekonomistów przekonuje, że popyt w gospodarce wciąż jest za wysoki i uniemożliwia obniżanie inflacji zgodne z projekcjami

NBP i oczekiwaniami. Zatrudnienie nie spada, wynagrodzenia wciąż rosną, firmy odnotowują rosnące przychody i nadal eksploatują możliwości podnoszenia cen. W analizach pojawia się bardzo przekonujący argument, że o ile redukcja inflacji z niemal 20 do 15 proc. była stosunkowo prosta z powodu spadku cen surowców energetycznych, o tyle zejście do poziomu celu inflacyjnego będzie już bardzo trudne i niemożliwe do osiągnięcia bez recesji.

Nie rozstrzygając więc, który ze scenariuszy jest bardziej prawdopodobny, musimy się przygotować na dekonunkturę w postaci wyraźnego spowolnienia gospodarki i jej stagnowania na poziomie znacznie niższym niż jej długoterminowy potencjał. Nadal na stole jest też scenariusz stagflacji, czyli stagnacji (niski, niedoborowy wzrost) w warunkach utrzymującej się wysokiej inflacji. Każda z rozpatrywanych ścieżek oznacza swego rodzaju kryzys, choć to nie musi być recesja w podręcznikowym wydaniu, ze spadkiem produkcji, konsumpcji i inwestycji oraz wzrostem bezrobocia.