

Ignacy Morawski

Szok inflacyjny w Polsce i możliwe ścieżki reakcji ze strony polityki makroekonomicznej

Inflation shock in Poland and possible paths of response from macroeconomic policy

The purpose of the article is to introduce the nature of macroeconomic policy dilemmas in Poland. The hypotheses concerning the sources of inflation, the macroeconomic policy response options, and the summary of the benefits and costs of disinflationary policies are presented.

Keywords: inflation, macroeconomics

Celem artykułu jest przybliżenie natury dylematów polityki makroekonomicznej w Polsce. Przedstawione zostają hipotezy dotyczące źródeł inflacji, możliwości reakcji ze strony polityki makroekonomicznej oraz zestawienia korzyści i kosztów polityki dezinflacji.

Słowa kluczowe: inflacja, makroekonomia

Główny ekonomista „Pulsu Biznesu”, dyrektor Centrum Analiz SpotData, WARSZAWA, POLSKA ■

i.morawski@spotdata.pl ■ <https://orcid.org/0009-0008-0652-6077>

Wstęp – szok inflacyjny na świecie: poszukiwanie przyczyn i możliwych sposobów reakcji

W roku 2021 większość krajów rozwiniętych doświadczyła największej inflacji od kilkudziesięciu lat. Dla krajów wysoko rozwiniętych jest to największy wstrząs inflacyjny od lat 70., a dla krajów Europy Środkowej – największy od lat 90. W Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej inflacja cen towarów i usług konsumpcyjnych zbliżała się latem 2022 r. do 10 proc., w krajach Europy Środkowej do nawet 20–30 proc. W Polsce w sierpniu 2022 r. inflacja wyniosła 16,1 proc. Wszędzie dynamika cen znacznie przekraczała cele inflacyjne banków centralnych, wynoszące najczęściej około 2 proc. (w Polsce 2,5 proc.). Gdyby nie inwazja Rosji na Ukrainę, to inflację można by śmiało nazwać największym współczesnym wyzwaniem ekonomicznym i społecznym.

Warto zwrócić uwagę, że choć inflacja jest zjawiskiem globalnym, to pewne jej cechy różnią się między krajami, a szczególnie w Polsce wykazuje ona wiele cech odmiennych niż w strefie euro czy Stanach Zjednoczonych. W niektórych krajach, głównie Europy Zachodniej, najważniejszym statystycznie komponentem wysokiej inflacji są ceny energii. W Polsce tymczasem bardzo wysoki jest również wzrost cen towarów i usług nieenergetycznych. I tak inflacja bazowa w Pol-

sce (inflacja nie uwzględniająca cen żywności, energii i paliw) sięga 9,9 proc., wobec 6 proc. w Stanach Zjednoczonych i tylko 3,5 proc. w strefie euro.

Bardzo ważną cechą obecnego epizodu inflacyjnego jest fakt, że wydarzył się on całkowicie wbrew projekcjom makroekonomicznym banków centralnych. Wprawdzie byli ekonomiści, którzy od początku pandemii COVID-19 ostrzegali, że kryzys pandemiczny i reakcja polityki makroekonomicznej będą wymagały akceptacji ryzyka inflacyjnego. Na przykład, Paul de Grauwe już w maju 2020 r. pisał¹, że kraje rozwinięte czeka prawdopodobnie wieloletni okres 5–6-procentowej inflacji z powodu wysokiej ekspansji monetarnej. Jednak instytucje odpowiedzialne za politykę pieniężną nie dostrzegały takiego ryzyka. Na przykład, w projekcji makroekonomicznej Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (Fed) z marca 2021 r., a więc tuż przed przyspieszeniem cen, najwyższy przewidywany poziom inflacji na rok 2022 wynosił 2,3 proc. W rzeczywistości wyniesie ona około 8,5 proc. W projekcji inflacji Narodowego Banku Polskiego z lipca 2021 r. oceniano, że na 95 proc. inflacja znajdzie się w 2022 r. poniżej 6 proc. W rzeczywistości przekroczyła 15 proc. Ryzyka nie dostrzegała również większość ekonomistów banków komercyjnych i innych prywatnych instytucji prognostycznych. W Ankiecie Makroekonomicznej NBP, prowadzonej wśród profesjonalnych prognostów w czerwcu 2021 r., dziewięćdziesięcioprocentowy przedział ufności dla inflacji na 2022 r. został oszacowany na 1,1–5,6 proc. W rzeczywistości średnia inflacja wyniosła 14,4 proc.

Fakt, że banki centralne nie dostrzegły kumulującej się presji inflacyjnej, stał się poważnym uszczerbkiem na reputacji władz monetarnych, a jednocześnie zmusił je do poszukiwania nowych sposobów wyjaśniania inflacji. Zaufanie do mainstreamowych modeli makroekonomicznych ewidentnie zmalało. A przynajmniej przypomniało o nieco ukrywanym zjawisku, że makroekonomia nie wypracowała jednej, powszechnie akceptowanej teorii inflacji. Jak powiedział w 2017 r. Daniel Tarullo, członek Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, „obecnie nie mamy teorii dynamiki inflacji, która działałaby wystarczająco dobrze, aby była przydatna w działalności związanej z kształtowaniem polityki pieniężnej w czasie rzeczywistym”².

Zarówno banki centralne, jak i rządy oraz eksperci w sektorze prywatnym muszą zatem mierzyć się z wyzwaniem analizowania wysokiej inflacji przy wykorzystaniu wielu teorii i modeli makroekonomicznych. Żaden model nie jest dominujący, a sztuka polega na znalezieniu odpowiedniej wagi dla różnych wniosków płynących z różnych schematów analitycznych. Nie jest to zresztą

¹ P. De Grauwe, S. Diessner, *What price to pay for monetary financing of budget deficits in the euro area*, 2020, <https://cepr.org/voxeu/columns/what-price-pay-monetary-financing-budget-deficits-euro-area>.

² Za: S. Fleming, *Fed has no reliable theory of inflation, says Tarullo*, „Financial Times” 2017, No 4, <https://www.ft.com/content/a5438cce-a933-11e7-ab55-27219df83c97>.

w żaden sposób nowe wyzwanie. W 2004 r. Thomas Sargent (przyszły laureat Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla) pokazał na podstawie prostego modelu, w jaki sposób bank centralny optymalizuje politykę pieniężną poprzez ważenie różnych modeli makroekonomicznych³.

Debata na temat źródeł inflacji oraz sposobów jej zwalczania jest inspirowana wieloma podejściami teoretycznymi.

Najpopularniejsze w przestrzeni publicznej wyjaśnienie wysokiej inflacji opiera się na ilościowej teorii pieniądza, która za główny czynnik determinujący dynamikę cen uznaje relację między wzrostem podaży pieniądza (ilości gotówki i depozytów) a wzrostem popytu na pieniądź (realnej aktywności gospodarczej). W 2020 r. podaż pieniądza gwałtownie wzrosła w krajach rozwiniętych ze względu na wysokie transfery fiskalne, finansowane pośrednio przez banki centralne w postaci programów zakupów aktywów finansowych. Ilościową teorię pieniądza wykorzystał Paul de Grauwe we wspomnianym artykule, w którym przewidywał trwałą wzrost inflacji. Według tej teorii ograniczenie inflacji wymaga ustabilizowania dynamiki podaży pieniądza na poziomie długookresowego tempa wzrostu nominalnego PKB – w przypadku Polski byłoby to około 6 proc. Problem polega na tym, że ilościowa teoria pieniądza odgrywa bardzo małą rolę we współczesnych analizach makroekonomicznych, z co najmniej trzech powodów. Przede wszystkim trudno jest jednoznacznie ustalić, czym jest pieniądź. Natura pieniądza szybko ulega zmianie – kiedyś była nim gotówka i depozyty na żądanie, dziś częściej są to też transakcje repo i swap, waluty cyfrowe (typu *stable coin*), jednostki uczestnictwa w funduszach pieniężnych. Ponadto statystycznie bardzo trudno ustalić jest zależność między podażą pieniądza a inflacją. Wreszcie, ilościowa teoria pieniądza opiera się na wskaźniku szybkości obiegu pieniądza, któremu trudno nadać ekonomiczny sens.

Innym nurtem jest keynesowskie podejście do inflacji, które tłumaczy ją jako wynik gry między popytem a podażą w gospodarce. W bardziej tradycyjnej wersji przewaga popytu nad podażą powoduje wzrost cen (pierwsza pochodna), w bardziej współczesnej wersji – przyspieszenie cen (druga pochodna – inflacja jest coraz wyższa). Luka między popytem a podażą może wyrażać się albo w tzw. luce popytowej, albo w luce między faktyczną stopą bezrobocia a tzw. neutralną stopą bezrobocia (*non accelerating inflation rate of unemployment*, NAIRU). Ten nurt interpretacyjny źródeł wysokiej inflacji współcześnie upatruje w dysproporcji między szybkim ożywieniem popytu po pandemii, a dość powolnym ożywieniem podaży. Popyt został ożywiony dzięki stymulacji monetarnej i fiskalnej, podaż natomiast była ograniczona przez lockdowny, szybkie zmiany w strukturze gospodarki (np. przesunięcie handlu w stronę sprzedaży internetowej). I tak na

³ T. Cogley, T. Sargent, *The Conquest of U.S. Inflation: Learning and Robustness to Model Uncertainty*, „Review of Economic Dynamics” 2005, t. 8, nr 2, s. 528–563, <http://www.tomsargent.com/research/inflat21.pdf>.

przykład w Polsce neutralna dla inflacji stopa bezrobocia w 2020 r. wzrosła o około 0,5 pkt proc., a faktyczna stopa bezrobocia nie wzrosła w ogóle⁴. Innymi słowy, popyt na pracowników był większy niż ich podaż. Kluczowym przedstawicielem tego kierunku myślenia jest amerykański ekonomista Lawrence Summers, który twierdzi, że główną przyczyną inflacji w Stanach Zjednoczonych, i tym samym wielu krajach rozwiniętych, jest nadmierna stymulacja popytu przez politykę fiskalną w 2021 r. i wzrost popytu na pracę znacznie przekraczający zdolności podażowe rynku pracy⁵. Według tego podejścia ograniczenie inflacji wymaga ograniczenia popytu przez podniesienie stóp procentowych powyżej poziomu oczekiwanej inflacji (tak aby realna stopa procentowa wzrosła) oraz zacieśnienia polityki fiskalnej. Alternatywnie można liczyć na odbudowę zdolności produkcyjnych gospodarki i domknięcie luki popytowej od strony podażowej. To spojrzenie jest jednak w mniejszości, ponieważ podaż (zdolności produkcyjne) jest znacznie trudniejsza do kontrolowania przez politykę publiczną niż popyt.

Jednak z tym wyjaśnieniem również są pewne problemy. Przede wszystkim, jakkolwiek by mierzyć lukę popytową czy lukę w stopie bezrobocia, to nie wyjaśniają one aż tak mocnej presji inflacyjnej jak ta obserwowana w rzeczywistości. Ponadto problemy podażowe wywołane przez pandemię powinny mieć przejściowy charakter. Już latem 2022 r. było widać wyraźne wygasanie zaburzeń w łańcuchach dostaw czy powrót struktury produkcji do trendów sprzed pandemii (więcej usług, mniej towarów).

Bardzo aktywny w debacie o źródłach inflacji jest też nurt nowokeynesowski, będący filarem modeli makroekonomicznych stosowanych w bankach centralnych. W modelach tego nurtu inflacja zależy w największej mierze od oczekiwanej inflacji. W systemie jest zatem inercja – jeżeli jakiś czynnik podbije oczekiwania inflacyjne (duży szok podażowy, utrata wiarygodności przez banki centralne itp.), to inflacja może utrzymać się długo na podwyższonym poziomie. Firmy oczekujące wysokiej inflacji podnoszą marże, aby w warunkach sztywnych cen chronić się przed przyszłym szybszym wzrostem kosztów. Pracownicy oczekując wysokiej inflacji, domagają się wyższych podwyżek płac. Te dwa procesy napędzają się nawzajem, tworząc błędne koło. Przedstawicielem tego myślenia w polskiej debacie publicznej jest na przykład Wojciech Paczos, wykładowca Uniwersytetu Cardiff i współzałożyciel fundacji Dobrobyt na Pokolenia⁶. Według tej teorii kluczem do zatrzymania inflacji jest zatrzymanie oczekiwań inflacyjnych,

⁴ Dane na podstawie raportów o inflacji Narodowego Banku Polskiego. Jako neutralną stopę bezrobocia przyjęto tutaj tzw. NAWRU, czyli stopę nie podnoszącą dynamiki wynagrodzeń.

⁵ A. Domash, L.H. Summers, *How Tight are U.S. Labor Markets?*, 2022, NBER Working Paper No. 29739.

⁶ Za: J. Szymczak, *NBP fatalnie radzi sobie z inflacją. Ryzyko recesji jest coraz większe – wywiad w OKO.press*, 6 lutego 2022 r., <https://napokolenia.pl/nbp-fatalnie-radzi-sobie-z-inflacja-ryzyko-recesji-jest-coraz-wieksze-wywiad-w-oko.press/>.

co można osiągnąć dzięki podwyżkom stóp procentowych, ale również przez dobrą komunikację banku centralnego czy przejrzystą politykę fiskalną rządu nastawioną na stabilizację długu publicznego w długim okresie. Ograniczenie inflacji powinno być teoretycznie łatwiejsze dzięki temu, że częściowo może być osiągnięte przez samą wiarygodność banku centralnego lub rządu, a nie tylko redukcją dynamiki popytu. Kłopot z tą interpretacją polega na tym, że trudno jest znaleźć dowody na tezę, że oczekiwania inflacyjne wymknęły się spod kontroli. Zarówno w Polsce, jak i w krajach Europy Zachodniej oraz Stanach Zjednoczonych badania ankietowe wskazują na wzrost oczekiwanej inflacji, ale nie na tyle duży, by wyjaśnić aż tak wysoki wzrost cen jak obserwowany w rzeczywistości. Co więcej, jak wskazuje Jeremy Rudd, ekonomista Rezerwy Federalnej, teoria ekonomii nie wypracowała żadnych dobrych empirycznych metod mierzenia oczekiwań inflacyjnych oraz weryfikacji tezy o ich wpływie na inflację⁷.

W debacie na temat źródeł inflacji obecne są też inne nurty, nie tak silne jak trzy wymienione wyżej, ale poszerzające spektrum interpretacji. Niektórzy ekonomiści twierdzą, że źródłem wysokiej inflacji jest poluzowanie twardych ograniczeń budżetowych przez rząd, czyli prowadzenie polityki, która prowadzi do trwale wysokich deficytów fiskalnych i wykładniczej ścieżki długu publicznego. Głównym przedstawicielem tego nurtu jest amerykański ekonomista John Cochrane, jeden z autorów fiskalnej teorii inflacji. Z drugiej strony istnieje silny politycznie i raczej słaby akademicko nurt wskazujący na nadmierną siłę korporacji i zbyt niską konkurencję jako źródło wysokiego wzrostu cen. Problem słabnącej konkurencji w warunkach przechodzenia gospodarki na cyfrowe kanały komunikacji i handlu, w których dominują duże korporacje, był źródłem wielu badań w ostatnich 15 latach. Rzeczywiście istnieją przesłanki, by twierdzić, że na przykład amerykańska gospodarka stała się w ostatnich latach mniej konkurencyjna. To może przekładać się na wyższy poziom cen, ponieważ niższa konkurencja oznacza wyższe marże. Jednak nie ma żadnej teorii, która tłumaczyłaby, w jaki sposób słaba konkurencja miałaby być źródłem wyższej dynamiki cen (czyli trwale wyższego wzrostu, a nie tylko wyższego poziomu cen).

Przyczyny wysokiej inflacji w Polsce

Inflacja w Polsce w sierpniu 2022 r. wyniosła 16,1 proc., wobec celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego na poziomie 2,5 proc. (± 1 pkt proc.). Tym samym dynamika cen była najwyższa od 1997 r. Przed analizą fundamentalnych, makroekonomicznych źródeł wysokiej inflacji warto zwrócić uwagę na kilka istotnych

⁷ J.B. Rudd, *Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? (And Should We?)*, „Finance and Economics Discussion Series” 2021, No 62, <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2021062pap.pdf>.

statystyk, które rzucają światło na procesy cenowe w Polsce w ostatnich miesiącach i latach.

Po pierwsze, momentem przełomowym dla inflacji w Polsce, ale też w innych krajach Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych, był okres między kwietniem a wrześniem 2021 r. Do tego czasu wszystkie najważniejsze miary inflacji w Polsce były stabilne i bliskie celowi inflacyjnemu NBP. Od wiosny/lata 2021 r. nastąpiło gwałtowne przyspieszenie cen. Dokładnie tak samo trendy inflacyjne wyglądały w innych krajach. Kieruje to uwagę na dwa zjawiska, które w tym czasie miały miejsce w skali globalnej. Przede wszystkim gwałtowny wzrost popytu na towary, wywołany między innymi stymulacją fiskalną w Stanach Zjednoczonych, przełożył się na poważne zaburzenia łańcuchów dostaw, tym bardziej że podaż towarów była wciąż ograniczana przez różne restrykcje przeciwepidemiczne. W marcu 2021 r. wszedł w Stanach Zjednoczonych w życie tzw. American Rescue Plan, czyli wart 1,9 biliona dolarów (ok. 10 proc. PKB Stanów Zjednoczonych) pakiet transferów fiskalnych i cięć podatkowych, który skokowo podniósł sprzedaż towarów w tym kraju i jednocześnie import towarów z innych krajów. Firmy przemysłowe zaczęły raportować problemy z dostawami komponentów, a ceny towarów – zarówno półproduktów, jak i wyrobów finalnych – znacznie przyspieszyły. Ponadto na wiosnę 2021 r. rozpoczęła się na szeroką skalę dystrybucja szczepionek, która była przełomowym momentem dla dynamiki pandemii COVID-19. Zakończenie okresu podwyższonego strachu sprawiło, że ludzie zaczęli redukować stopę oszczędności, co przełożyło się na dodatkowy impuls popytowy. A na to wszystko nałożyły się ograniczenia w dostawach gazu do Europy przez Rosję, które doprowadziły do skokowego wzrostu cen energii – gazu oraz jego najprostszego substytutu, czyli węgla. Między kwietniem a październikiem 2021 r. cena gazu ziemnego w hubie TTF w Holandii wzrosła o 340 proc., a cena węgla (kontrakt na dostawę z RPA) wzrosła o 100 proc. Wzrost cen energii został w warunkach wysokiego popytu natychmiast przerzucony na klienta końcowego.

Impuls inflacyjny mógł zatem przyjść do Polski ze świata. Związany był z wysokim popytem na towary oraz wzrostem cen energii. Co nie oznacza, że krajowe czynniki nie mają znaczenia. Wręcz przeciwnie, mogły one odegrać kluczową rolę w propagacji pierwotnego impulsu inflacyjnego i zakorzenieniu się procesów inflacyjnych w gospodarce.

Po drugie, istnieje wysoka zbieżność w regionalnych trendach inflacyjnych w Europie Środkowej. Stopa inflacji jest bardzo podobna we wszystkich krajach Europy Środkowej należących do Unii Europejskiej. W sierpniu inflacja HICP (jest to nieco inna metoda agregacji niż w przypadku CPI, używana przez Eurostat) w Polsce wyniosła 14,8 proc., w Czechach 17,1 proc., na Węgrzech 18,6 proc., w Rumunii 13,3 proc., w Słowacji 13,4 proc., a w państwach bałtyckich ponad 20 proc. W tym samym czasie inflacja w strefie euro wyniosła 9,1 proc. To sprawia, że przyczyn inflacji należy szukać w zjawiskach, które w jakiś sposób są wspólne dla wszystkich krajów regionu, a jednocześnie odmienne od tego, co

dzienie się w krajach rozwiniętych Europy Zachodniej. Dwa takie czynniki wydają się odgrywać kluczową rolę – wyższy wzrost gospodarczy i towarzyszące mu silne zacieśnienie na rynku pracy, a także wyższa energochłonność gospodarek, czyniąca je bardziej podatnymi na gwałtowny wzrost cen energii.

Po trzecie, o ile inflacja cen towarów w Europie Środkowej jest podobna do tej w strefie euro, o tyle inflacja cen usług jest znacznie wyższa w Europie Środkowej. To inflacja cen usług jest odpowiedzialna za różnicę między ogólną stopą inflacji w Europie Środkowej (w tym Polsce) i strefie euro. Z tego powodu na globalne źródła inflacji trzeba spoglądać dwutorowo. Część z tych źródeł ma charakter ponadregionalny i uwidacznia się w wysokiej dynamice cen towarów. Część zaś ma charakter regionalny i uwidacznia się w wysokiej dynamice cen usług. Oczywistym kandydatem do wyjaśnienia rozbieżności między towarami a usługami są płace – dynamika płac w Europie Środkowej jest znacznie wyższa niż w Europie Zachodniej. Ale też nie należy lekceważyć faktu, że sektor usługowy w regionie jest bardziej energochłonny niż w krajach rozwiniętych (mierząc energochłonność jako zużycie energii w przeliczeniu na jednostkę wartości dodanej).

Po czwarte, wysokiej inflacji towarzyszy wysoka dynamika płac. W sierpniu 2021 r. przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce było o 12,7 proc. wyższe rok do roku. Przeciętne wynagrodzenie w całej gospodarce narodowej było w drugim kwartale o 11,8 proc. wyższe rok do roku. Dla porównania, realna dynamika wydajności pracy w drugim kwartale wyniosła 4,2 proc. Tym samym jednostkowe koszty pracy (ukazujące koszty pracy przypadające na jednostkę produkcji, a tym samym będące miarą konkurencyjności kosztowej) w Polsce zwiększyły się aż o 8 proc. Współwystępowanie wysokiej dynamiki cen i płac wskazuje, że inflacja może powoli przekładać się na żądania płacowe, a z kolei żądania płacowe na skłonność do podwyżek cen. Zjawisko to znane jest pod nazwą spirali cenowo-płacowej lub po prostu spirali inflacyjnej (bez wskazywania na to, czy wysoki wzrost cen przekłada się na wysoki wzrost płac, czy też dominuje odwrotny kierunek przyczynowy – tego bowiem nie wiemy).

Po piąte, niektóre kraje regionu doświadczyły bardzo dużego napływu imigrantów w 2022 r. w reakcji na inwazję Rosji na Ukrainę rozpoczętą w lutym 2022 r. Napływ imigrantów miał większy wpływ na konsumpcję niż na potencjał produkcyjny, ponieważ w dużej mierze do Polski, Czech, Rumunii i innych krajów przyjeżdżały osoby w wieku nieprodukcyjnym. Na przykład, z badań firmy Manpower wynika, że 39 proc. uchodźców w Polsce znalazło w 2022 r. pracę⁸. To oznacza, że większość uchodźców nie pracowała. A jednocześnie wszyscy uchodźcy wytwarzali popyt konsumpcyjny.

Co mogło sprawić, że globalny impuls inflacyjny w Polsce przełożył się na inflację wyraźnie wyższą niż w krajach rozwiniętych? Odpowiedź na to pytanie

⁸ <https://kadry.infor.pl/5660826,39-proc-uchodzcow-z-ukrainy-znalazlo-zatrudnienie-w-polsce.html>.

ma krytyczne znaczenie dla określenia działań możliwych do podjęcia w kraju w celu ograniczenia inflacji. Polskie władze mogą bowiem oddziaływać na dynamikę cen tylko w takim stopniu, w jakim jest ona podtrzymywana przez czynniki wewnętrzne. Poniżej przedstawione zostaną najważniejsze hipotezy oparte na wymienionych we wstępie teoriach inflacji, wraz z oceną, w jakim stopniu hipotezy te sprawdzają się w konfrontacji z danymi.

Teoria monetarna

Pierwszą rozpatrywaną teorią może być ilościowa teoria pieniądza, według której dynamika cen jest funkcją dynamiki podaży pieniądza (dodatni wpływ na ceny) i popytu na pieniądź (ujemny wpływ na ceny). Podaż pieniądza znajduje się pod wpływem polityki pieniężnej, która poprzez zmiany stóp procentowych wpływa na akcję kredytową i tym samym na ilość pieniądza w gospodarce. Popyt na pieniądź wynika z dynamiki realnej aktywności gospodarczej, a także z wysokości stóp procentowych, która ma wpływ na strukturę portfela aktywów finansowych. Według tej teorii wzrost inflacji w Polsce mógł być spowodowany wysoką dynamiką podaży pieniądza, wywołaną między innymi przez bardzo wysoką dynamikę zadłużenia publicznego, przy jednoczesnym spadku popytu na pieniądź wynikającym z załamania PKB oraz spadku nominalnej stopy procentowej.

Różne miary podaży pieniądza w latach 2020–2021 rzeczywiście wykazywały bardzo wysoką dynamikę. Pieniądź M1 w szczytowym momencie w lutym 2021 r. notował dynamikę na poziomie 36,3 proc. rok do roku, pieniądź M2 rósł o 18,7 proc., a pieniądź M3 o 18,1 proc. Odbywało się to w warunkach obniżenia wolumenu PKB o około 2–3 proc. w relacji do poziomu z końca 2019 r. oraz obniżenia nominalnej stopy procentowej do historycznie niskiego poziomu 0,1 proc. Podaż pieniądza szybko rosła, a popyt na pieniądź szybko malał.

Trzeba jednak zauważyć, że proinflacyjne trendy monetarne zaczęły się wyraźnie odwracać w 2021 r. Podaż pieniądza zaczęła wyraźnie hamować od drugiego kwartału 2021 r., a popyt na pieniądź rósł wskutek szybkiego przyspieszenia PKB i wzrostu nominalnych stóp procentowych od ostatniego kwartału 2021 r. W drugim kwartale 2022 r. podaż pieniądza notowała już dynamikę niewiele wyższą niż realny wzrost PKB, a miara najbardziej płynnego pieniądza – M1 – wykazała wręcz roczny spadek na początku trzeciego kwartału 2022 r.

Jeżeli ilościowa teoria pieniądza miałaby stanowić wyjaśnienie procesów inflacyjnych w Polsce, to wkrótce powinniśmy obserwować stopniowe obniżanie inflacji. Tymczasem od odwrócenia trendów monetarnych minął ponad rok, a ceny konsumpcyjne nie wykazują żadnych oznak spowolnienia (stan na wrzesień 2022 r.). Dynamika podaży pieniądza w Polsce nie była wysoka na tle analogicznych dynamik obserwowanych w krajach rozwiniętych, a mimo to inflacja w Polsce jest wyraźnie wyższa. Choć oczywiście ceny mogą zareagować z opóźnieniem na zmiany procesów monetarnych, nie musi się to wydarzyć natychmiast.

Czy więc teoria monetarna jest dobrym punktem odniesienia? Pomocne mogą być badania przeprowadzone w 2023 r. w Banku Rozliczeń Międzynarodowych⁹. Pokazują one, że inflacja jest mocno związana z podażą pieniądza tylko w warunkach bardzo wysokich dynamik obu zmiennych, przekraczających 10–20 proc. rok do roku. Można więc dojść do wniosku, że ustabilizowanie dynamiki podaży pieniądza w Polsce na jednocyfrowych poziomach powinno pomóc zapobiec powstaniu niekontrolowanej spirali inflacyjnej. Jednak same czynniki monetarne nie pozwolą wyjaśnić, jak dokładnie będzie zachowywała się inflacja w średnim i długim okresie, czy będzie bliższa pożądanemu przez bank centralny poziomowi 2–3 proc., czy znacznie wyższa, zbliżona do 5–10 proc.

Możliwe, że podwyższona ilość pieniądza odegrała rolę w pierwszych miesiącach propagacji impulsu monetarnego na wiosnę 2021 r., jednak czynniki monetarne nie należą do kluczowych determinantów inflacji w roku 2022 i raczej nie będą odgrywały bardzo istotnej roli w stabilizacji inflacji w kolejnych latach.

Bilans popytu i podaży

Druga teoria wskazuje, że za wysoką inflację po stronie czynników krajowych odpowiada nadmierna ekspansja popytu w relacji do zdolności podażowych gospodarki. Innymi słowy, ilość towarów i usług, na które konsumenci i przedsiębiorstwa zgłaszały popyt po istniejących cenach, była znacznie wyższa niż ilość towarów i usług możliwych do dostarczenia po danych cenach. To wywołało wzrost cen.

Są dwie miary, które pozwalają określić rozpiętość między popytem a zdolnościami podażowymi. Pierwszą jest luka popytowa, mierząca różnicę między faktycznym PKB a potencjalnym PKB kraju (jeżeli luka popytowa jest dodatnia, to znaczy, że faktyczne PKB jest wyższe od potencjalnego). Drugą miarą jest luka w stopie bezrobocia, mierząca różnicę między faktyczną stopą bezrobocia a stopą stabilizującą wzrost płac na poziomie zapewniającym zbieżność inflacji z celem inflacyjnym banku centralnym. Niestety obie zmienne są nieobserwowalne, czyli nie można ich zmierzyć na bieżąco przy wykorzystaniu standardowych metod badań statystycznych. Można je jedynie oszacować za pomocą metod ekonomicznych. Szacunki te są oczywiście obarczone dużym ryzykiem błędów.

Według szacunków Narodowego Banku Polskiego, zawartych w raportach o inflacji, luka popytowa w 2020 r. wynosiła –2,3 proc. w relacji do potencjalnego PKB, w 2021 r. 0,6 proc., a w pierwszej połowie 2022 r. już 2,8 proc. Między rokiem 2020 a 2022 popyt zwiększył się znacznie szybciej niż zdolności wytwórcze gospodarki, co wywarło istotną presję na ceny. Szacunki NBP wskazują również, że luka w stopie bezrobocia wyniosła w 2020 r. –1,2 pkt proc., w 2021 r. –2,1 pkt proc., a w pierwszej połowie 2022 r. –2 pkt proc. (wartości

⁹ C. Borio, B. Hofmann, E. Zakrajšek, *Does money growth help explain the recent inflation surge?*, „BIS Bulletin” 2023, No 67.

ujemne oznaczają, że bezrobocie jest niższe od stopy równowagi, a więc występuje presja na wzrost płac i cen).

Widać zatem, że prawdopodobnie już w 2020 r., a na pewno od 2021 r. zaczęła się ujawniać istotna różnica między popytem a zdolnościami wytwórczymi w polskiej gospodarce. Różnica, która wywierała presję w górę na ceny i pozwoliła na propagację pierwotnego impulsu inflacyjnego pochodzącego zza granicy.

Istotne pytanie brzmi: czy nadmierna ekspansja popytu w relacji do zdolności podaźowych gospodarki wynikała bardziej z czynników podnoszących popyt, czy z czynników redukujących podaź? Odpowiedź na to pytanie stanowi kość niezgody między ekonomistami w wielu krajach, również w Polsce. Niektórzy twierdzą, że odpowiedzialna za powstanie luki jest destrukcja zdolności wytwórczych wynikająca z zaburzeń pandemicznych, inni – że rozkręcenie popytu w wyniku stymulacji fiskalnej i monetarnej z 2020 r. i pierwszej połowy 2021 r. Obie strony mają pewne argumenty.

Na przeważającą rolę wstrząsów podaźowych w propagacji impulsu inflacyjnego wskazuje fakt, że realna wielkość konsumpcji prywatnej i nakładów na środki trwałe w Polsce na początku 2022 r. była na poziomie długookresowego trendu sprzed pandemii COVID-19. Czyli popyt konsumpcyjny i inwestycyjny nie jest dużo wyższy niż to, czego można było się spodziewać po polskiej gospodarce, bazując na długookresowych trendach (stan na połowę 2022 r.). A skoro tak, to za dodatnią lukę popytową odpowiadać powinna w dużej mierze wolniejsza dynamika zdolności wytwórczych, związana z faktem, że w czasie pandemii nastąpiły bardzo istotne zmiany strukturalne w gospodarce – niektóre branże straciły zdolność normalnego funkcjonowania (np. zakwaterowanie i gastronomia), inne branże doświadczyły niedoboru mocy produkcyjnych (branże przemysłowe). W tej sytuacji domknięcia luki popytowej powinniśmy oczekiwać głównie od strony podaźowej, co znaczy, że w miarę przemijania zaburzeń pandemicznych różnica między popytem a podażą powinna się zmniejszać w wyniku odzyskiwania przez gospodarkę pełnych zdolności wytwórczych.

Dość podobne wnioski wynikają z analizy luki w stopie bezrobocia. W pierwszej połowie 2021 r. stopa bezrobocia w Polsce wynosiła 3 proc., czyli dokładnie tyle, ile pod koniec 2019 r., w ostatnim kwartale przed pandemią. Jednocześnie w tym samym czasie stopa bezrobocia równowagi zwiększyła się z 3,7 do 5,5 proc. Innymi słowy, faktyczna sytuacja na rynku pracy nie zmieniła się, ale siły oddziałujące na równowagę rynku pracy od strony zdolności wytwórczych uległy osłabieniu – gospodarka nie potrzebowała aż tylu pracowników, ilu faktycznie było zatrudnionych. Z tego powodu dynamika wynagrodzeń zaczęła przekraczać istotnie dynamikę wydajności pracy (istotnie, to znaczy bardziej niż o wielkość celu inflacyjnego banku centralnego; w teorii nominalne wynagrodzenia powinny rosnać w tempie nie przewyższającym 2,5 pkt proc. ponad dynamikę realnej wydajności pracy). Na przykład, zgodnie z danymi z raportu NBP o inflacji

w drugim kwartale 2022 r. dynamika wydajności pracy wynosiła 4,5 proc. rok do roku, a przeciętne wynagrodzenia 11,8 proc. W trzecim kwartale 2022 r. te wartości wynosiły odpowiednio 2,6 proc. i 12,2 proc.

Jednocześnie w powstaniu nierównowagi między popytem a podażą ewidentnie rolę odegrały też czynniki popytowe. Przede wszystkim w roku 2020 doszło do potężnej, nie mającej precedensu w czasach pokoju, stymulacji fiskalnej i monetarnej. W Polsce deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zwiększył się z 3 proc. w 2019 r. do 7 proc. w 2020 r. i 6,5 proc. w 2021 r. Realna stopa procentowa, mierzona jako różnica między rentownością obligacji pięcioletnich a prognozami rynkowymi inflacji w horyzoncie pięciu lat, spadła z -1 proc. na koniec 2019 r. do -2,2 proc. w trzecim kwartale 2021 r. Jeszcze przed pandemią była ona bardzo niska, a po pandemii spadła do poziomów, które są niemożliwe do utrzymania w szybko rosnącej gospodarce. Tylko dzięki tej stymulacji udało się utrzymać konsumpcję i inwestycje na ścieżce historycznej, mimo ograniczenia zdolności wytwórczych. Ponadto stymulacja popytu ujawniła się w akumulacji zapasów, która jest elementem popytu nie ujętym ani w konsumpcji, ani w nakładach na środki trwałe. Pod koniec 2021 r. i na początku 2022 r. doszło do skokowego wzrostu zakupów firm na rzecz uzupełniania magazynów, co wynikało między innymi z bardzo niskich realnych stóp procentowych – ceny towarów rosły szybko, więc firmy miały bodźce do zabezpieczenia się przed dalszymi wzrostami, a jednocześnie koszt finansowania kapitału obrotowego był bliski zera.

Ekonomiści wskazujący na rolę stymulacji popytu w generowaniu nierównowagi w gospodarce w 2021 i 2022 r. przywołują też fakt, że jeszcze przed pandemią istniały pewne przesłanki wskazujące, że popyt w gospodarce jest zbyt wysoki w stosunku do zdolności wytwórczych. Nie widać tego było w luce popytowej, ale widać było w luce bezrobocia już w 2019 r. Wtedy stopa bezrobocia znajdowała się poniżej stanu równowagi, dynamika płac zaczęła istotnie przewyższać realną dynamikę wydajności pracy, a jednostkowe koszty pracy rosły wyraźnie szybciej niż cel inflacyjny. W pandemię polska gospodarka weszła już na granicy równowagi makroekonomicznej (pod koniec 2019 r. inflacja znajdowała się w trendzie wzrostowym, płace zaczynały wyraźnie wyprzedzać wzrost produktywności) i wstrząsy roku 2020 i 2021 łatwo ją z tej równowagi wybiły.

Odpowiedź na pytanie, czy za lukę popytową odpowiada destrukcja potencjału wytwórczego, czy stymulacja popytu, może mieć jednak drugorzędne znaczenie dla oceny krajowych przyczyn inflacji i strategii jej ograniczania. Warto posłużyć się prostym przykładem. Załóżmy, że w punkcie wyjściowym popyt i podaż wynoszą po 100 jednostek. Następnie zdolności podażowe zostają ograniczone do 50, a jednocześnie popyt zostaje podtrzymany na poziomie 100. Ceny oczywiście będą musiały wzrosnąć o 100 proc. Czy odpowiada za to niedostateczna podaż, czy nadmierny popyt? Jedyne istotny fakt jest taki, że między popytem a podażą istnieje dysproporcja generująca presję w górę na ceny.

Rola oczekiwań inflacyjnych

Trzecia teoria wyjaśniająca krajowe źródła inflacji opiera się na oczekiwaniach inflacyjnych. Jest to element będący filarem nowokeynesowskich modeli makroekonomicznych. W tych modelach inflacja bieżąca zależy od inflacji oczekiwanej oraz luki popytowej, przy czym inflacja oczekiwana jest elementem dominującym. Podniesienie oczekiwań inflacyjnych sprawia, że pracownicy żądają wyższych wynagrodzeń, a firmy starają się podnieść narzuty na koszty krańcowe w celu zabezpieczenia przed przyszłym wzrostem kosztów. Ze względu na lepkość cen firma może zmienić cenę tylko raz na jakiś czas, więc w warunkach oczekiwanej wyższej presji kosztowej będzie natychmiast podnosiła ceny wyżej niż w warunkach stabilnego trendu w kosztach. W ten sposób oczekiwana inflacja przekłada się na bieżącą inflację. Co więcej, nagły wzrost oczekiwanej inflacji może prowadzić do rozkręcenia spirali inflacyjnej. Wysoka oczekiwana inflacja sprawia, że realne stopy procentowe obniżają się, co z kolei prowadzi do wzmocnienia popytu i zwiększenia luki popytowej (popyt jest wyższy niż zdolności produkcyjne).

Kilka czynników mogło doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych w roku 2021 i 2022.

Mogła to być bezprecedensowa stymulacja fiskalna i monetarna w czasie pandemii, która wywołała przekonanie wśród ludności, że długookresowe ograniczenia budżetowe rządu ulegają złagodzeniu. W Polsce po raz pierwszy od czasów transformacji bank centralny zaangażował się w pośrednie finansowanie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych, skupując obligacje skarbowe i inne obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa. Dodatkowo w 2022 r. rząd doprowadził do dwóch istotnych, strukturalnych zmian w finansach publicznych, które trwale zaburzały równowagę między dochodami i wydatkami. Istotnie obniżone zostały podatki dochodowe, a jednocześnie trwale podniesione wydatki na armię. Zgodnie z fiskalną teorią inflacji tak istotne zmiany w strukturze finansów publicznych i sposobach finansowania potrzeb pożyczkowych rządu mogły doprowadzić do wzrostu oczekiwanej inflacji.

Innym potencjalnym czynnikiem nakręcającym oczekiwania inflacyjne mogły być zapowiedzi banków centralnych (w Polsce i na świecie), zgodnie z którymi stopy procentowe miały być utrzymywane przez długi czas na zerowym poziomie, mimo bardzo szybkiego ożywienia gospodarczego. Na przykład w marcu 2021 r. prezes NBP Adam Glapiński stwierdził, że prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych do końca jego kadencji (połowa 2022 r.) wynosiło zero procent.

Do podniesienia oczekiwanej inflacji mógł też doprowadzić wzrost bieżącej inflacji w wyniku wstrząsu podażowego, mającego źródło w globalnych procesach cenowych. Siła wstrząsu mogła sprawić, że ludność straciła przekonanie co do determinacji i zdolności obniżenia inflacji przez bank centralny i rząd.

Badania oczekiwań inflacyjnych ludności nie wskazują, by wzrost oczekiwań sam w sobie mógł uruchomić przyspieszenie cen między kwietniem a październikiem.

nikiem 2021 r. Wprawdzie w czasie pandemii COVID-19 oczekiwania inflacyjne konsumentów i przedsiębiorstw, mierzone co miesiąc przez GUS, wzrosły do poziomów najwyższych lub prawie najwyższych od czasu wprowadzenia w Polsce przez NBP celu inflacyjnego, ale było to zjawisko przejściowe. Na początku 2021 r. wszystkie istotne miary oczekiwań inflacyjnych znajdowały się już poniżej poziomów z końca 2019 r. Natomiast mierzone ankietowo oczekiwania inflacyjne wzrosły ponownie w reakcji na wzrost inflacji w drugiej połowie 2021 r. i utrzymywały się na podwyższonym poziomie do 2022 r. W roku 2022 wysokie oczekiwania mogły być już czynnikiem podtrzymującym wysoką inflację i przyczyniającym się spirali cenowo-płacowej.

Same badania ankietowe nie muszą być najlepszą metodą oczekiwań inflacyjnych. Ważniejsze od tego, co ludzie deklarują, jest to, co faktycznie robią. Śladów podwyższonych oczekiwań inflacyjnych można dopatrywać się w kilku zjawiskach gospodarczych, które wskazują, że konsumenci i firmy stopniowo w ciągu 2021 r. tracili zaufanie do stabilności cen. Przede wszystkim już w pierwszej połowie 2021 r. zaczęły istotnie rosnąć marże firm. Rentowność netto przedsiębiorstw w trakcie tamtego roku przekroczyła po raz pierwszy 5 proc. Łatwość podnoszenia marż mogła wynikać zarówno z oczekiwań firm dotyczących przyszłych kosztów, jak też z ich oczekiwań dotyczących akceptacji wyższych cen przez odbiorców końcowych. Innym przejawem podwyższonych oczekiwań inflacyjnych mogła być rosnąca presja płacowa od końca 2021 r. Średni miesięczny wzrost płac (lepsza miara od wzrostu rok do roku ze względu na silne efekty bazowe w okresie roku od rozpoczęcia pandemii) wzrósł z 0,6 proc. w pierwszej połowie 2021 r., do 1,3 proc. w drugiej połowie 2021 r. i 0,8 proc. w pierwszej połowie 2022 r.

Firmy dążyły do wyższych marż. Pracownicy dążyli do wyższych wynagrodzeń. Jest to typowa sytuacja związana z podwyższonym poziomem oczekiwanej inflacji. Trudno jest zidentyfikować, co mogło doprowadzić do podniesienia oczekiwań inflacyjnych, ale w 2022 r. były one już prawdopodobnie na wysokim poziomie.

Pożądanee reakcje polityki makroekonomicznej

Inflacja w Polsce jest w pewnej mierze zjawiskiem wywołanym przez czynniki globalne, a w pewnej mierze przez czynniki lokalne. Krajowa polityka makroekonomiczna nie ma żadnego wpływu na te pierwsze – nie może obniżyć cen surowców, zwiększyć podaży towarów na świecie, ograniczyć popytu w krajach rozwiniętych, zniwelować do zera premii za ryzyko związane z wojną na Ukrainie. Jednak wpływ czynników globalnych ma z natury rzeczy charakter przejściowy. Nawet w warunkach trwale wysokiej inflacji na świecie kraj posiadający niezależną politykę pieniężną ma możliwość utrzymywania niskiej inflacji

w swojej gospodarce poprzez aprecjację krajowej waluty. Dlatego w średnim i długim okresie krajowa inflacja jest w głównej mierze funkcją wyborów dokonywanych w ramach prowadzenia krajowej polityki makroekonomicznej. Otoczenie zewnętrzne może sprawić, że wybory dokonywane w ramach polityki krajowej stają się trudniejsze, koszty ograniczania inflacji są większe, ale nie zmienia to faktu, że ostatecznie o długookresowych trendach inflacyjnych decyduje rząd i bank centralny danego kraju.

W dalszej części tego rozdziału przedstawione zostaną działania możliwe do podjęcia w celu długookresowej stabilizacji inflacji. Będą one odpowiadały teorii inflacji opisanym w poprzednich rozdziałach.

Teoria monetarna

Zgodnie z ilościową teorią pieniądza warunkiem koniecznym ograniczenia inflacji jest stabilizacja dynamiki podaży pieniądza na poziomie odpowiadającym trendowi wzrostu popytu na pieniądź. Wzrost popytu na pieniądź wynika w średnim i długim okresie w przeważającej mierze ze wzrostu nominalnego PKB. W Polsce potencjał wzrostu PKB wynosi około 3–4 proc., co przy 2–3 proc. inflacji daje 5–7-procentowy nominalny wzrost gospodarczy. Na takim poziomie powinna znajdować się dynamika podaży pieniądza.

W sierpniu 2022 r. najważniejsze miary podaży pieniądza znajdowały się albo w określonych granicach, albo wręcz niżej od nich. Podaż pieniądza nie stanowiła czynnika zagrażającego długookresowej stabilności cen. W roku 2023 dwie siły będą oddziaływały na podaż pieniądza – jedna negatywnie, jedna pozytywnie.

Z jednej strony spowolnieniu będzie ulegała akcja kredytowa dla sektora prywatnego. Dynamika kredytu dla gospodarstw domowych w drugim i trzecim kwartale 2022 r. wyraźnie się obniżyła, a badania prowadzone przez NBP w komitetach kredytowych banków wskazują, że oczekiwane jest dalsze spowolnienie akcji kredytowej.

Z drugiej strony rosły będą potrzeby pożyczkowe sektora publicznego związane z istotnym powiększeniem deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Zgodnie z projektem budżetu państwa na 2023 r. deficyt całego sektora ma wynieść 4,4 proc. PKB (według metodologii ESA2010, stosowanej przez Unię Europejską, która uwzględnia pozabudżetowe instrumenty fiskalne, takie jak fundusze tworzone przez Bank Gospodarstwa Krajowego czy Polski Fundusz Rozwoju), czyli dokładnie tyle samo ile w 2022 r. Jednak projekt nie uwzględnia kilku istotnych zmian, które zostały zapowiedziane – między innymi przedłużenia obniżek podatków pośrednich na energię i żywność, wsparcia dla zamrożenia cen energii elektrycznej, wsparcia dla gospodarstw domowych w zakresie rekompensaty części kosztów ogrzewania, czy wsparcia dla przedsiębiorstw energochłonnych. Wszystkie te działania mogą łącznie powiększyć deficyt do 5–7 proc. PKB i podnieść tym samym dynamikę podaży pieniądza, jeżeli emisje obligacji będą kierowane do krajowego sektora bankowego.

Bilans tych dwóch czynników nie powinien bardzo istotnie podnieść dynamiki podaży pieniądza. Dlatego z tego punktu widzenia gospodarka wygląda w miarę bezpiecznie. Z punktu widzenia ilościowej teorii pieniądza zagrożenia dla stabilności cen w Polsce są relatywnie ograniczone. Można rekomendować, aby deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych był niższy od przewidywanego, jednak w warunkach znacznego ograniczenia akcji kredytowej w sektorze prywatnym zadłużenie sektora publicznego nie będzie w stanie gwałtownie podnieść dynamiki podaży pieniądza.

Bilans popytu i podaży

Znacznie większe pole do zmian w polityce makroekonomicznej w Polsce można znaleźć, patrząc na problem inflacji przez pryzmat relacji popytu i podaży w gospodarce. Wysoka luka popytowa oraz niska stopa bezrobocia skłaniają do wniosku, że polska gospodarka w celu ograniczenia inflacji w długim okresie wymaga zmniejszenia dynamiki popytu zagregowanego oraz podniesienia stopy bezrobocia. Pytanie – w jakiej skali powinno się to odbyć? W wersji optymistycznej do ustabilizowania inflacji na poziomie celu inflacyjnego potrzebne jest sprowadzenie luki popytowej i luki w stopie bezrobocia do zera. W wersji pesymistycznej luka popytowa będzie musiała być przez dłuższy czas ujemna (czyli popyt będzie musiał znajdować się poniżej zdolności wytwórczych), a luka w stopie bezrobocia dodatnia (czyli faktyczna stopa bezrobocia będzie musiała znajdować się powyżej stopy neutralnej dla płac i inflacji). Innymi słowy, w wersji optymistycznej kraj potrzebuje spowolnienia PKB, w wersji pesymistycznej wyraźnego spadku PKB.

Która wersja jest słuszna? Wiele zależy od oczekiwań inflacyjnych, których rola zostanie jeszcze poruszona. Jeżeli oczekiwania inflacyjne są stabilne i zakotwiczone długookresowo w pobliżu celu inflacyjnego, to do stabilizacji inflacji wystarczy prawdopodobnie spowolnienie gospodarki i likwidacja luki popytowej oraz luki w stopie bezrobocia. Jeżeli jednak oczekiwania inflacyjne są podwyższone, wówczas przywrócenie niskiej inflacji może wymagać recesji lub długotrwałej stagnacji. Dlatego tak istotne jest, by polityce dezinflacji towarzyszyły wiarygodne zobowiązania i spójne decyzje. Im mniejsza wiarygodność instytucji prowadzących politykę pieniężną i fiskalną, tym trudniej jest sprowadzić inflację do celu.

W jaki sposób polityka makroekonomiczna powinna stabilizować popyt? Najważniejszym narzędziem są zmiany stóp procentowych. Podniesienie stopy procentowej sprawia, że rośnie skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania (ze względu na wzrost atrakcyjności przyszłej konsumpcji w stosunku do bieżącej konsumpcji) i spada skłonność przedsiębiorstw do inwestowania (spada koszt alternatywny trzymania gotówki, struktura aktywów przedsiębiorstw przesuwają się w stronę instrumentów pieniężnych zamiast środków trwałych). Tym samym dwa najważniejsze komponenty popytu zagregowanego kurczą się. Władze nie mają żadnego innego instrumentu, który w tak szybki sposób wpływa

na popyt i który może zaimplementować w sposób tak elastyczny. Trzeba jednocześnie podkreślić, że istotna dla wszystkich opisanych procesów jest realna stopa procentowa, czyli stopa nominalna pomniejszona o oczekiwaną inflację (w zbieżnych horyzontach czasowych).

Największe wyzwanie polega na określeniu, jaki jest faktyczny i optymalny poziom realnej stopy procentowej. Nie jest to łatwe do zidentyfikowania.

Faktyczna realna stopa procentowa zależy od oczekiwań inflacyjnych, które są nieobserwowalne. Nie ma jednego powszechnie akceptowanego sposobu mierzenia tych oczekiwań, a dodatkowo wiele sposobów wykorzystywanych w krajach rozwiniętych jest niedostępnych w Polsce. Na przykład, nie ma ankiet, w których respondenci deklarowaliby konkretny oczekiwany poziom inflacji. Brakuje na rynku instrumentów finansowych, które pozwoliłyby określić, jakiej inflacji oczekują inwestorzy (w krajach rozwiniętych można to policzyć poprzez różnicę między rentownością obligacji indeksowanych inflacją i obligacji stałokuponowych). Należy więc przyjąć uproszczone metody mierzenia oczekiwań. Można na przykład korzystać z wyników ankiet prowadzonych wśród ekonomistów, albo zastosować założenie, że oczekiwana inflacja jest średnią krocząca faktycznej inflacji (wedle założenia tzw. adaptacyjnych oczekiwań inflacyjnych).

Optymalna realna stopa procentowa również jest wielkością nieobserwowalną. Zależy ona między innymi od tego, jaka jest tzw. neutralna stopa procentowa, czyli taka stopa, która zapewnia gospodarce zerową lukę popytową i inflację zbieżną z celem inflacyjnym. Oszacowanie stopy neutralnej jest niezmiernie trudne. Przy pewnych uproszczonych założeniach można przyjąć, że znajduje się ona w pobliżu stopy realnego wzrostu PKB. Jednak w ostatnich latach opublikowano wiele badań, z których wynika, że neutralne stopy procentowe na świecie systematycznie spadały, między innymi z powodu zmian w strukturze wiekowej społeczeństw, zmian na rynkach finansowych (wyższy popyt na płynne i bezpieczne aktywa), zmian technologicznych. Dlatego jako punkt odniesienia znacznie łatwiej będzie przyjąć, że neutralna stopa procentowa dla gospodarki jest zbliżona do poziomu, który występował w ostatnim okresie, gdy inflacja była stabilna. Dla Polski można przyjąć ostatnie siedem lat przed pandemią COVID-19. Średnia realna stopa procentowa, mierzona jako różnica między rentownością obligacji pięcioletnich a rynkowymi prognozami inflacji w horyzoncie pięcioletnim, wynosiła wówczas 0,7 proc. Obecnie ta sama stopa wynosi około 0,5 proc.

Kolejna trudność w ocenie optymalnej realnej stopy procentowej wiąże się z odpowiedzią na pytania, czy w okresie zacieśniania polityki pieniężnej stopa realna powinna znajdować się w pobliżu stopy neutralnej czy powyżej niej?, czy bank centralny powinien stabilizować lukę popytową w okolicach zera, czy też doprowadzić do recesji w celu wyhamowania cen? Nie ma dobrej jednoznacznej odpowiedzi.

Ze względu na wymienione czynniki niepewności bank centralny prowadzi politykę ostrożnych zmian stóp procentowych. Cykl zaostrzania polityki pie-

nieźnej rzadko trwa parę miesięcy. Zwykle jest to proces rozciągnięty w czasie ze względu na fakt, że władze pieniężne stopniowo „szukają” optymalnej stopy procentowej. Dostrajają parametry polityki pieniężnej i obserwują reakcję gospodarki.

Jak ocenić obecne nastawienie polityki pieniężnej w Polsce. Stopa referencyjna w momencie pisania tego tekstu wynosiła 6,75 proc. (wrzesień/październik 2022 r.), rentowność obligacji pięcioletnich 6,5 proc., inflacja bieżąca 16,1 proc., inflacja prognozowana przez ekonomistów w horyzoncie pięciu lat 6 proc. Średniokresowa stopa realna jest prawdopodobnie lekko dodatnia, ale też prawdopodobnie wciąż niższa niż stopa neutralna. Nominalne stopy procentowe mogą wymagać dostosowania w górę, przy czym istotne jest też, aby taka zmiana miała wpływ na całą krzywą dochodowości obligacji skarbowych. Powinno się to odbyć przez odpowiednią komunikację przedstawicieli banku centralnego.

Analiza bieżącego nastawienia polityki pieniężnej może być oczywiście błędna. Istnieje ryzyko, że oczekiwania inflacyjne są faktycznie wyższe od założonych, a tym samym realna stopa procentowa niższa od założonej. Na takie ryzyko wskazuje fakt, że bieżąca inflacja jest bardzo wysoka i może podważać zaufanie obywateli do stabilności cen i realnej wartości pieniądza. Ale, z drugiej strony, jest kilka czynników, które sugerują, że realna stopa procentowa jest już wysoka. Na przykład, wyraźnie spada popyt na dobra trwałe w gospodarce – zarówno popyt konsumpcyjny, jak też popyt firm na zapasy. Gdyby realna stopa procentowa była głęboko ujemna, popyt na dobra trwałe powinien rosnąć. Ponadto bardzo głęboko spadły ceny akcji spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, mimo wciąż wysokich i rosnących zysków spółek, co również sugeruje, że realne stopy procentowe zaczynają wywierać istotny wpływ na kompozycję portfela aktywów inwestorów.

Stopa procentowa nie jest jedynym narzędziem, które mają do dyspozycji władze i które mogą mieć wpływ na popyt. Inne narzędzia należą do obszaru polityki fiskalnej, czyli dotyczą wydatków publicznych, podatków oraz deficytu fiskalnego państwa. Skoncentruj się na tym ostatnim elemencie.

W normalnych warunkach zmiany parametrów polityki fiskalnej nie są uznawane za skuteczny sposób stabilizacji inflacji, ponieważ ich wprowadzenie w życie zajmuje dużo czasu i nie mogą być one dostrajane stopniowo do zmieniających się warunków makroekonomicznych. Bank centralny może zmienić stopę procentową z dnia na dzień, a rząd dostosowuje parametry polityki fiskalnej przez wiele miesięcy. Jednak obecnie w Polsce polityka fiskalna może mieć duży wpływ na inflację ze względu na fakt, że znacznie podnosi popyt. W 2021 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł 1,8 proc., w 2022 r. był prognozowany na 4,4 proc. PKB, a w 2023 r. może zwiększyć się do około 5–7 proc. PKB. Ten przyrost deficytu odbywał się w warunkach 17-procentowego nominalnego wzrostu PKB. Rząd stymulował popyt nominalny w okresie, gdy bank centralny starał się ograniczyć dynamikę popytu. Ta rozbieżność może

poważnie utrudnić stabilizowanie inflacji, co zresztą przyznawali wielokrotnie przedstawiciele rządu i banku centralnego.

W makroekonomii znane jest zjawisko zwane „dominacją fiskalną”. Oznacza ono sytuację, w której polityka pieniężna i jej cele (stabilne ceny) zostaje podporządkowana polityce fiskalnej i jej celom (redystrybucja). W warunkach dominacji fiskalnej rząd jest tak zdeterminowany do podtrzymywania popytu w gospodarce, że zacieśnianie polityki pieniężnej staje się przeciwnie skuteczne – podwyżki stóp procentowych nie tylko nie zmniejszają presji na ceny, ale wręcz mogą ją zwiększać. Podwyżki stóp procentowych prowadzą do wzrostu kosztów obsługi długu, a więc zmniejszają pole rządu do stymulacji popytu. Jeżeli rząd odpowie na to dodatkowym powiększeniem deficytu, to podwyżka stóp może ostatecznie doprowadzić do wyższej inflacji. Trudno powiedzieć, czy dziś znajdujemy się w Polsce w takiej sytuacji. Ale jasne jest, że rozbieżność między polityką pieniężną i fiskalną jest znaczna i stanowi ryzyko dla prób stabilizacji inflacji. Z tego punktu widzenia krytyczne znaczenie dla obniżenia dynamiki cen w Polsce będzie miało obniżenie deficytu fiskalnego.

Stabilizacja oczekiwań inflacyjnych

Ponieważ ważnym elementem inflacyjnej układanki są oczekiwania inflacyjne, polityka makroekonomiczna powinna dążyć do ich ograniczenia. Obniżenie oczekiwań inflacyjnych zmniejsza koszt walki z inflacją na kilka sposobów.

Przede wszystkim niższe oczekiwania sprawiają, że niższa jest inflacja bieżąca – pracownicy mają mniej bodźców do domagania się podwyżek wynagrodzeń, a firmy mniej bodźców do podnoszenia marż i zabezpieczenia się przed przyszłym wzrostem kosztów.

Ponadto niższe oczekiwania prowadzą do zmniejszenia się poziomu nominalnej stopy procentowej, który jest potrzebny dla osiągnięcia optymalnego poziomu stopy realnej. Wprawdzie stopa nominalna nie ma tak dużego znaczenia jak stopa realna, jednak różne sztywności występujące w gospodarce sprawiają, że stopa nominalna również oddziałuje na procesy realne, a jej wysokie podwyżki uderzają w niektóre firmy i gospodarstwa domowe. Na przykład, część firm niezdolna do podwyżek swoich cen równoległe do ogólnej inflacji może w wyniku podwyżki nominalnej stopy procentowej stracić płynność lub nawet wypłacalność. Koszty obsługi długu przez tę firmę wzrosną bowiem znacznie bardziej niż jej przychody. Wprawdzie stopa nominalna skorygowana o inflację jest niska, ale dla tej konkretnej firmy jest wysoka. Dlatego im mniejsze wahania nominalnej stopy procentowej tym lepiej.

W jaki sposób polityka makroekonomiczna może wpływać na oczekiwania inflacyjne? Słowami i czynami.

Kształtowanie oczekiwań inflacyjnych wymaga przejrzystej i spójnej komunikacji banku centralnego i rządu, dotyczącej działań podejmowanych w ramach walki z inflacją oraz celów w polityce makroekonomicznej. Konsumenci i firmy

muszą otrzymywać zrozumiałe i wiarygodne komunikaty dotyczące tego, w jaki sposób i w jakim horyzoncie czasowym rząd i bank centralny zamierzają obniżyć dynamikę cen. Wbrew pozorom nie jest to takie proste. Na przykład, rząd może twierdzić, że jego priorytetem jest obniżenie inflacji, ale jednocześnie podnosić istotnie deficyt fiskalny. W takiej sytuacji zobowiązanie do walki z inflacją jest mało spójne i przez to mało wiarygodne. Bank centralny może twierdzić, że chce sprowadzić jak najszybciej inflację do celu inflacyjnego, ale jednocześnie zastrzegać, że chce to zrobić bez podnoszenia stopy bezrobocia. To również jest mało spójny i przez to mało wiarygodny komunikat. Aktorzy gry gospodarczej rozumieją bowiem, że obniżenie inflacji z bardzo wysokich poziomów i jednocześnie utrzymanie stopy bezrobocia na bardzo niskich poziomach może być trudne. Słowa zatem niewiele znaczą, jeżeli idące za nimi czyny nie są spójne i wiarygodne.

W Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna przyjęła strategię komunikacyjną, w której podkreśla się, że inflacja będzie ograniczana nawet za cenę przejściowej recesji i pogorszenia sytuacji na rynku pracy. W ten sposób Fed chce przekonać konsumentów, firmy i inwestorów, że nie ulegnie pokusie podtrzymywania koniunktury za cenę podwyższonej inflacji. Prezes Fed Jerome Powell i inni członkowie Rady Gubernatorów są zapewne przekonani, że wykazując determinację, obniżają oczekiwania inflacyjne.

W Polsce tego typu determinacji nieco brakuje. Zarówno przedstawiciele banku centralnego, jak i rządu podkreślają, że walka z inflacją nie może odbywać się kosztem wzrostu bezrobocia, co stanowi sygnał, że w warunkach konfliktu tych dwóch celów decydenci nie będą nadmiernie ograniczać popytu.

Koszty wysokiej inflacji, koszty polityki dezinflacji

W ekonomii nie ma konsensusu dotyczącego optymalnej dla gospodarki wysokości inflacji. Niektórzy ekonomiści przekonują, że inflacja powinna być jak najniższa, jak najbliższa zera. Inni uważają, że kilkuprocentowa inflacja nie niesie ze sobą żadnych istotnych kosztów, a może nawet przynosić gospodarce pewne korzyści. Debata dotyczy jednak inflacji mieszczącej się w granicach między 0 a 5 proc. Trudno byłoby znaleźć argumenty ekonomiczne za tezą, że dwucyfrowa inflacja utrzymywana przez wiele lat może być dla gospodarki zjawiskiem pozytywnym.

Istnieją pewne korzyści z podwyższonej inflacji. Do najważniejszych należy możliwość łatwiejszego dostosowania realnych wynagrodzeń do wstrząsów asymetrycznych i sektorowych. Ze względu na nominalną sztywność płac (pracownicy nigdy nie godzą się na obniżenie nominalnego wynagrodzenia) negatywny wstrząs w postaci spadku produktywności w danym sektorze w relacji do innych sektorów nie może znaleźć odzwierciedlenia w obniżeniu nominalnych wynag-

grodzień w danym sektorze. W takiej sytuacji nieunikniony spadek wynagrodzeń realnych może się odbyć dzięki inflacji. W warunkach umiarkowanej inflacji dostosowanie realnych wynagrodzeń w dół jest znacznie łatwiejsze i szybsze. W 2021 r. to zjawisko było często przywoływane jako argument za tezą, iż wysoka inflacja po pandemii COVID-19 może znacznie ułatwić zmiany strukturalne i realokację zasobów. Jak pokazywała Veronica Guerrieri podczas seminarium w Jackson Hole w sierpniu 2021 r.¹⁰, silne wstrząsy przesuwające popyt z jednych sektorów do innych mogą wymagać utrzymywania inflacji powyżej celu inflacyjnego, ponieważ w takich warunkach nastąpią szybsze dostosowania płac i wygenerowane zostaną mocniejsze bodźce zachęcające pracowników do zmiany branży lub zawodu.

Inną potencjalną korzyścią z podwyższonej inflacji jest zabezpieczenie gospodarki przed pułapką zerowych nominalnych stóp procentowych. W warunkach umiarkowanej inflacji nominalne stopy procentowe są dalekie od zera, więc nie ma ryzyka, że w czasie recesji nie będzie możliwe ich obniżanie. Jest to korzyść, na którą wskazywano często po roku 2009, kiedy kraje rozwinięte nie były w stanie stymulować popytu przez obniżanie stóp procentowych ze względu na osiągnięcie dolnego limitu tych stóp na poziomie zera lub lekko poniżej zera. Z tego powodu banki centralne zaczęły prowadzić politykę luzowania ilościowego, czyli zakupu dużej ilości obligacji skarbowych, aby wpłynąć na rynkowe stopy procentowe na średnim i dłuższym końcu krzywej dochodowości, po osiągnięciu limitu stóp na najkrótszym końcu krzywej. Niektórzy ekonomiści zaczęli apelować o podniesienie celów inflacyjnych do 3–4 proc. w celu zabezpieczenia gospodarki przed pułapką zerowych stóp procentowych¹¹.

Warto jednak zauważyć, że w obu wymienionych przypadkach mowa jest o korzyściach z umiarkowanej inflacji, tylko nieznacznie przekraczającej dotychczasowe cele banków centralnych. W 2022 r. kraje rozwinięte i wiele rynków wschodzących weszły na ścieżkę bardzo wysokiej inflacji. O ile można znaleźć argumenty za tezą, że wysoka inflacja jest pokłosiem wstrząsów podażowych z okresu pandemii, o tyle trudno byłoby przekonywać, że utrzymanie inflacji na poziomach z 2022 r. w średnim i długim okresie byłoby optymalne dla gospodarki.

Wysoka inflacja niesie ze sobą liczne koszty, które mogą obniżyć potencjał wzrostu gospodarczego. Badania empiryczne wskazują, że istnieje negatywna korelacja między wysokością inflacji i wysokością wzrostu gospodarczego¹². Nawet

¹⁰ V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub, I. Werning, *Monetary Policy in Times of Structural Reallocation*, Jackson Hole Conference, 2022, https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/8746/Guerrieri_JH21.pdf.

¹¹ J.E. Gagnon, C.G. Collins, *The Case for Raising the Inflation Target Is Stronger than You Think*, 2017, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/case-raising-inflation-target-stronger-you-think>.

¹² S. Fischer, *The Role of Macroeconomic Factors in Growth*, 1993, NBER Working Paper 4565, <https://www.nber.org/papers/w4565>.

jeżeli literatura trafia na problemy z jednoznacznym udowodnieniem zależności przyczynowo-skutkowej, to teoria dostarcza argumentów, że zależność może przebiegać od wysokiej inflacji do niskiego wzrostu (choć może przebiegać też w drugą stronę)¹³. Poniżej przedstawione zostaną teoretyczne koszty wysokiej inflacji, szeregując od najmniej do najbardziej istotnych.

Inflacja sprawia, że ceny relatywnie w gospodarce zaczynają odbiegać od poziomów implikowanych przez krańcową użyteczność konsumpcji poszczególnych produktów, co z kolei prowadzić może do nieoptymalnej alokacji zasobów. W teorii relacja cen dwóch dóbr jest równa relacji krańcowej użyteczności ich konsumpcji, a jednocześnie – w stanie równowagi – krańcowym kosztem ich wytworzenia. W takich warunkach zasoby są angażowane w efektywny sposób. Ceny jednak wykazują się pewną sztywnością: jedne zmieniają się częściej, inne wolniej. Na przykład, cena benzyny może zmienić się z dnia na dzień, a cena biletu autobusowego w komunikacji miejskiej zmienia się raz na kilka lat. W warunkach wysokiej inflacji rozbieżność cen może się zwiększać, prowadząc do większych odchyśleń cen od stanów równowagi. Ponieważ ceny pełnią kluczową rolę informacyjną w gospodarce, sygnalizując przedsiębiorstwom zmiany popytu, wysoka inflacja w istotny sposób zaburza alokację zasobów.

Kolejny koszt wysokiej inflacji wiąże się z jej negatywnym wpływem na formowanie się długookresowych relacji gospodarczych. Wiele kontraktów w gospodarce jest zawieranych na długie okresy – kwartały lub nawet lata. Daje to obu stronom transakcji poczucie bezpieczeństwa, a tym samym ułatwia przeprowadzanie inwestycji. Na przykład, przedsiębiorstwo zawierające długookresowy kontrakt na dostawy części dla dużego koncernu może łatwiej pozyskać finansowanie na inwestycje, ponieważ posiada zagwarantowane przychody. Wysoka inflacja utrudnia zawieranie takich kontraktów i wchodzenie w długookresowe relacje, ponieważ trudniej jest określić realne warunki kontraktu. Teoretycznie możliwa jest indeksacja cen, jednak w praktyce dla większości towarów lub usług trudno byłoby znaleźć jednoznacznie dobry benchmark.

Inflacja utrudnia również długookresowe planowanie finansowe, zarówno firmom, jak i gospodarstwom domowym. Ludzie dokonują oceny opłacalności transakcji w ujęciu nominalnym – na przykład opłacalności zakupu aktywów finansowych, albo zaciągnięcia kredytu. Wysoka inflacja sprawia, że bardzo trudno jest kalkulować długookresowe wartości kontraktów finansowych. W warunkach 10-procentowej inflacji ceny w ciągu 20 lat wzrosną o 500 proc. W takiej sytuacji istnieje duże pole do błędnych decyzji dotyczących oszczędności i inwestycji.

Inflacja zwiększa też niepewność. Im wyższa jest średnia stopa inflacji, tym wyższa jest również jej zmienność, a więc planowanie finansowe jest trudniejsze nie tylko ze względu na wspomnianą wyżej iluzję nominalną, ale również

¹³ D. Romer, *Advanced Macroeconomics*, Nowy Jork 2012, s. 591.

z powodu realnej trudności z kalkulacją długookresowej wartości kontraktów finansowych.

Do kosztów inflacji należy również zaliczyć niezamierzone efekty redystrybucyjne. W wyniku nieoczekiwanej zmiany dynamiki cen dochody niektórych grup społecznych maleją, a innych rosną, bez związku ze zmianami ich krajowej wydajności. Na przykład, dochody pracowników fizycznych mogą maleć, a dochody przedsiębiorców rosnać – z takim zjawiskiem mieliśmy w Polsce do czynienia w 2022 r. Wiele wskazuje, że obecny epizod inflacyjny w Polsce doprowadził do znacznego przesunięcia dochodów w stronę najwyższych percentyli rozkładu dochodów.

Wymienione koszty inflacji mogą ujawniać się w gospodarce na wiele sposobów. Przede wszystkim większe koszty transakcyjne i wyższa niepewność mogą obniżać skłonność do inwestowania i przez to ograniczać akumulację kapitału. Koszt kapitału może być wyższy z powodu ograniczonego rozwoju rynku finansowego i kapitałowego. Zła alokacja zasobów może prowadzić do niższego wzrostu wydajności czynników produkcji. A słabsza akumulacja i niższy wzrost wydajności prowadzą do niższego wzrostu gospodarczego.

Ale same czysto ekonomiczne argumenty mogą nie w pełni wyjaśniać awersję ludności do inflacji. Jak wskazuje Robert Shiller, ludzie nie lubią inflacji z powodów, które są często odmienne od czysto ekonomicznych wyjaśnień. Uważają, że ich płace nie dostosowują się do inflacji (nawet jeżeli w średnim okresie jest to nieprawda), że inflacja sprzyja oszustwom, że powoduje chaos społeczny, że obniża wartość waluty i tym samym prestiż kraju¹⁴. Tym samym inflacja niesie ze sobą nie tylko koszty ekonomiczne, ale również psychologiczne, obniżając komfort życia.

Wysoka inflacja niesie ze sobą istotne koszty dla gospodarki, które mogą ujawnić się w niższym wzroście gospodarczym oraz większych niepokojach społecznych. Jednak zwalczanie wysokiej inflacji również jest procesem niosącym koszty, szczególnie w krótkim i średnim okresie. Im wyższa jest inflacja bieżąca i oczekiwania inflacyjne, tym większy jest koszt ich obniżenia.

W bankach centralnych, zarówno w Polsce, jak i w krajach rozwiniętych, dominuje na razie przekonanie, że koszty związane z polityką dezinflacji nie będą bardzo wysokie. Na przykład, projekcja inflacji NBP z lipca 2022 r. pokazuje, że inflacja w Polsce obniży się do poziomu 3–4 proc. na koniec 2024 r. bez istotnego spadku PKB i wysokiego wzrostu stopy bezrobocia. Podobne wnioski wypływają z projekcji Czeskiego Banku Narodowego, Europejskiego Banku Centralnego czy Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych. Wszędzie inflacja ma się obniżyć, a stopa bezrobocia nieznacznie rosnać, ale bez dużych kosztów. Będzie to oczywiście wymagało podnoszenia stóp procentowych, ale dostosowanie w realnej gospodarce będzie miało w miarę łagodny charakter.

¹⁴ R.J. Shiller, *Why Do People Dislike Inflation*, 1996, NBER Working Paper 5539, https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5539/w5539.pdf.

Mainstreamowe spojrzenie dominujące w bankach centralnych jest jednak oparte na założeniu, że oczekiwania inflacyjne są solidnie zakorzenione w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych. Dlatego inflacja nie zacznie podtrzymywać samej siebie poprzez wzajemne nakręcanie się inflacji bieżącej i inflacji oczekiwanej. W takiej sytuacji obniżenie popytu do poziomu zdolności produkcyjnych pozwoli na ustabilizowanie tempa wzrostu cen w okolicach pożądaných celów w średnim i długim okresie (po tym, jak ustaną wstrząsy podażowe). Wielu ekonomistów kwestionuje takie założenia i uważa, że koszty polityki dezinflacji będą znacznie wyższe. Na przykład, Alex Domash i Lawrence Summers pokazują na podstawie danych historycznych, że obniżenie inflacji z poziomu ponad 5 proc. przy stopie bezrobocia znajdującej się poniżej 5 proc. wymaga recesji. Sam Summers twierdzi, że przywrócenie inflacji do poziomu 2 proc. w Stanach Zjednoczonych będzie wymagało podniesienia stopy bezrobocia do ponad 7 proc. na dwa lata lub do ponad 5 proc. na pięć lat.

Jeżeli model działania gospodarki stosowany przez A. Domasha i L. Summera jest słuszny, to można oczekiwać, że koszty dezinflacji w Polsce będą jeszcze wyższe. Wynika to z tego, że punkt startowy inflacji jest znacznie wyższy, stopa bezrobocia jest niższa, wzrost płac mocniejszy, a oczekiwania inflacyjne niewątpliwie słabiej zakorzenione ze względu na krótsze doświadczenia związane z niską inflacją i słabszą pozycją instytucjonalną banku centralnego.

Nie można zatem wykluczyć, że Polska stanie przed bardzo trudnym wyborem – głęboka recesja lub długotrwale wysoka inflacja. Nie oznacza to, że taka jest bezdyskusyjnie natura dylematu polityki makroekonomicznej, ale że istnieje ryzyko, iż przed takim dylematem decydenci będą stali.

Co w takiej sytuacji powinni zrobić? Co mogą zrobić? Ekonomista Abba Learner¹⁵ przekonywał, że rząd w demokratycznym kraju nie jest w stanie doprowadzić celowo gospodarki do głębokiej recesji, dlatego w momencie, w którym oczekiwana inflacja się podnosi, jej obniżenie jest praktycznie niemożliwe. Jego zdaniem z czysto teoretycznego punktu widzenia można prowadzić politykę kontrolowanej stabilizacji dochodów, na wzór tego, co niektóre kraje Europy Zachodniej robiły w ciągu 25–35 lat po II wojnie światowej. Układ społeczny polegał na tym, że związki zawodowe ograniczają presję płacową, a przedsiębiorstwa reinwestują nadwyżki. Jak twierdzi Barry Eichengreen¹⁶, tego typu polityka pozwoliła na dynamiczną odbudowę Europy Zachodniej po wojnie przy jednoczesnej stabilizacji inflacji. Innymi słowy, związki zawodowe i pracodawcy mogą teoretycznie zawrzeć szeroki układ, w ramach którego obie strony ograniczają swoje dążenia do podniesienia własnego udziału w strukturze dochodów. Jednak w praktyce tego typu polityka jest niemożliwa do prowadzenia w krajach,

¹⁵ A. Learner, *Flation: Not Inflation, Not Deflation*, Londyn 1973.

¹⁶ B. Eichengreen, *Institutions and Economic Growth: Europe After World War II*, 1994, CEPR Discussion Papers 973.

w których nie istnieją mechanizmy zbiorowych negocjacji płacowych na szeroką skalę. A nawet w krajach, w których takie mechanizmy istnieją, ich skuteczność bywa podawana w wątpliwość w warunkach dużych szoków zewnętrznych. Pracowników i firm nie można zmusić miękkimi metodami do ograniczenia dążeń cenowych i płacowych.

Dylemat: głęboka recesja *versus* trwale wysoka inflacja jest dużo trudniejszy do rozwiązania niż dylemat między spowolnieniem/stagnacją a wysoką inflacją. Z perspektywy długookresowego wzrostu gospodarczego optymalna byłaby zgoda na przejściową recesję, nawet głęboką. W długim okresie gospodarka jest w stanie nadrobić straty z okresu recesji, tym bardziej jeżeli oczekiwania inflacyjne zostaną ustabilizowane. Jednak koszty recesji nie są w pełni wycenione w modelach ekonomicznych. Ryzyko buntu społecznego czy ryzyko związane z przejściowym osłabieniem zdolności obronnych kraju nie istnieje w modelach ekonomicznych.

Dlatego bardzo ważne jest, by polityka makroekonomiczna za wszelką cenę ograniczała samo ryzyko pojawienia się takiego dylematu. Zgoda na spowolnienie gospodarcze i nieznaczny wzrost bezrobocia może być ceną konieczną do zapłacenia w celu uniknięcia fatalnego wyboru między depresją a trwale wysoką inflacją.

Podsumowanie

Inflacja w Polsce w latach 2021 i 2022 była zjawiskiem złożonym, posiadającym wiele przyczyn, z których nie wszystkie są dobrze rozpoznane. Wiele wskazuje, że kluczowym czynnikiem prowadzącym do uruchomienia presji inflacyjnej był wysoki światowy popyt na towary, wynikający ze stymulacji fiskalnej w 2020 r. i 2021 r. oraz szybkiego opadania fali pandemii w roku 2021, przekraczający możliwości wytwórcze przemysłu. Do tego dołożyły się wstrząsy podażowe na rynkach surowców energetycznych wynikające najpierw z planowanej a później faktycznej inwazji Rosji na Ukrainę. Te globalne impulsy inflacyjne w Polsce dodatkowo zostały wzmocnione przez lokalne uwarunkowania – bardzo niskie bezrobocie i bardzo wysoki popyt krajowy, które sprawiły, że zewnętrzny impuls inflacyjny szybko przerodził się w wewnętrzną spiralę cenowo-płacową. Jest prawdopodobne, że warunki do pojawienia się wysokiej inflacji w Polsce istniały jeszcze przed pandemią COVID-19, jednak argumenty za taką tezą nie są jednoznacznie przekonujące. Kluczowy jest fakt, że źródła globalne i lokalne inflacji zaczęły ze sobą współgrać.

Polityka stabilizacji cen może oddziaływać wyłącznie na krajowe źródła inflacji. Wśród nich należy wymienić wysoki popyt w relacji do zdolności wytwórczych gospodarki oraz wysokie oczekiwania inflacyjne. Najważniejszym instrumentem możliwym do wykorzystania jest podnoszenie stóp procentowych w taki sposób, aby stopa nominalna sięgnęła co najmniej 0,7–1 pkt proc. powyżej

oczekiwanej inflacji. Jednak instrumenty polityki pieniężnej będą niewystarczające do ograniczenia cen, jeżeli nie będą im towarzyszyły działania po stronie polityki fiskalnej, w tym szczególnie ograniczanie deficytu fiskalnego.

Krytyczne znaczenie w ramach prowadzonych działań będzie miała wiarygodność. Największym zagrożeniem z punktu widzenia polityki stabilizacji inflacji jest trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych, który może wynikać z braku przekonania ludności, że działania zmierzające do wyhamowania procesów cenowych są wiarygodne. Jeżeli oczekiwania inflacyjne utrwalą się na wysokim poziomie, wówczas sprowadzenie inflacji do celu NBP na poziomie 2,5 proc. może stać się zadaniem niemożliwym w średnim okresie.

Bibliografia

Literatura

- Borio C., Hofmann B., Zakrajšek E., *Does money growth help explain the recent inflation surge?*, „BIS Bulletin” 2023, No 67.
- Cogley T., Sargent T., *The Conquest of U.S. Inflation: Learning and Robustness to Model Uncertainty*, „Review of Economic Dynamics” 2005, t. 8, nr 2, <http://www.tomsargent.com/research/inflat21.pdf>, <https://doi.org/10.2139/ssrn.701291>.
- De Grauwe P., Diessner S., *What price to pay for monetary financing of budget deficits in the euro area*, 2022, <https://cepr.org/voxeu/columns/what-price-pay-monetary-financing-budget-deficits-euro-area>.
- Domash A., Summers L.H., *How Tight are U.S. Labor Markets?*, 2022, NBER Working Paper 29739, <https://doi.org/10.3386/w29739>.
- Eichengreen B., *Institutions and Economic Growth: Europe After World War II*, 1994, CEPR Discussion Papers 973.
- Fischer S., *The Role of Macroeconomic Factors in Growth*, 1993, NBER Working Paper 4565, <https://www.nber.org/papers/w4565>, <https://doi.org/10.3386/w4565> [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90027-d](https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90027-d).
- Fleming S., *Fed has no reliable theory of inflation, says Tarullo*, „Financial Times” 2017, No 4, <https://www.ft.com/content/a5438cce-a933-11e7-ab55-27219df83c97>.
- Gagnon J.E., Collins C.G., *The Case for Raising the Inflation Target Is Stronger than You Think*, 2017, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/case-raising-inflation-target-stronger-you-think>.
- Guerrieri V., Lorenzoni G., Straub L., Werning I., *Monetary Policy in Times of Structural Reallocation*, Jackson Hole Conference 2022, https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/8746/Guerrieri_JH21.pdf.
- Lerner A., *Flation: Not Inflation, Not Deflation*, Londyn 1973.
- Romer D., *Advanced Macroeconomics*, Nowy Jork 2012.
- Rudd J.B., *Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? (And Should We?)*, „Finance and Economics Discussion Series” 2021, No 62, <https://www.federal->