

## Między recesją a stagflacją – oblicza nadchodzącego kryzysu

### Streszczenie:

Jeszcze w styczniu 2022 roku ekonomiści na świecie rozważali dwa przeciwstawne scenariusze dla światowej gospodarki po pandemii. Dominowało przekonanie, że gospodarka zaliczy szybsze lub wolniejsze odbicie i w efekcie powróci na ścieżki wzrostu sprzed pandemii. Nie brakowało też pesymistycznych doniesień o zagrożeniu recesją pocovidową i ryzyku kryzysu zadłużeniowego. Dzisiaj te scenariusze trafiają już do archiwum, na półkę nietrafionych, nieaktualnych, a więc nieważnych. Dzisiaj, po tym jak kolejnym ciosem dla układu geopolitycznego oraz dla kondycji globalnej gospodarki jest wojna w Ukrainie rozpatrywane są tylko dwie alternatywne ścieżki, obie kryzysowe. Aktualne projekcje kondycji gospodarki globalnej w perspektywie dwóch – trzech lat (a w najbardziej skrajnych prognozach nawet w perspektywie dekady) skazują ją na recesję albo stagflację. Przy czym stagflacja zdaje się być znacznie gorszym scenariuszem niż czysta, techniczna recesja.

Celem artykułu jest przedstawienie głównych czynników kształtujących koniunkturę gospodarki w najbliższej perspektywie, w kontekście poważnego zagrożenia stagflacją. Artykuł odnosi się do gospodarki światowej, jednak koncentruje się głównie na determinantach polskiej sytuacji gospodarczej. Autorka świadomie ostrzega przed defetystycznym scenariuszem, jakim może być długotrwała stagflacja i wskazuje na obiektywne jej przesłanki.

**Słowa kluczowe:** wzrost gospodarczy, koniunktura, kryzys, recesja, inflacja, stagflacja

---

---

## WPROWADZENIE

---

---

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

Na tle tych doniesień za niezbyt ryzykowną należy uznać tezę, że w Polsce mamy znacznie wyższe ryzyko pojawienia się męczącej stagflacji przy nieznacznie niższym ryzyku czystej recesji. W najnowszym doniesieniu Polskiego Instytutu Ekonomicznego, w którym autorzy usiłują łagodzić pesymistyczne nastroje gospodarcze, czytamy:<sup>1</sup> „W 2023 r. gospodarka naszego kraju nadal będzie rosła, choć w nieco wolniejszym tempie niż w obecnym. Gorzej natomiast będzie z inflacją, gdyż będzie się ona utrzymywać na znacznie zawyżonym poziomie.” Choć sami autorzy raportu PIE zdaje się nie mieli takich/ intencji, to jednoznacznie potwierdzili wysokie zagrożenie stagflacją (czyli spowolnieniem gospodarczym w warunkach rosnącej inflacji).

Kryzys stagflacyjny zagraża nie tylko Polsce, to ryzyko globalne, narażające na straty całą gospodarkę światową. W Polsce jednak, poza negatywnymi impulsami globalnymi, mamy wiele naszych – chciałoby się powiedzieć – swojskich problemów i zawinień, które skłaniają do wyjątkowego pesymizmu.

Celem artykułu jest przedstawienie głównych czynników kształtujących koniunkturę gospodarki w najbliższej perspektywie, w kontekście poważnego zagrożenia stagflacją. Artykuł odnosi się do gospodarki światowej, jednak koncentruje się głównie na determinantach polskiej sytuacji gospodarczej. Autorka świadomie ostrzega przed defetystycznym scenariuszem, jakim może być długotrwała stagflacja i wskazuje na obiektywne jej przestanki.

---

---

## DR DOOM I INNI OSTRZEGAJĄ

---

---

Atmosfera obaw przed dekonunkturą narasta. Prognozy światowego wzrostu gospodarczego są dzisiaj obniżane we wszystkich źródłach analitycznych. Przed możliwym spadkiem światowego PKB ostrzegają: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy, Komisja Europejska, agencje ratingowe, wielkie banki i indywidualni analitycy. Zgodnie z kwietniowymi prognozami MFW, w roku

---

<sup>1</sup> PIE: to nie recesja jest problemem dla gospodarki. Ekonomiści przestrzegają przed innym zagrożeniem; <https://www.money.pl/gospodarka/pie-recesja-w-przyszlym-roku-nam-nie-grozi-ale-wysoka-inflacja-juz-tak-6779714331294400a.html> [dostęp: /1/09/2022].

2022 tempo wzrostu światowego PKB osłabi się do 3,6 proc. w skali roku wobec 6,1 proc. w 2021. Z kolei Bank Światowy obciął ostatnio swoją prognozę dla globalnej gospodarki w 2022 z 4,1 proc. (prognoza ze stycznia) do 2,9 proc..

Swoje defetystyczne ostrzeżenia wysyła w świat również sławny Dr Doom - profesor Nouriel Roubini, jeden z niewielu, którzy przewidzieli kryzys AD 2008. Roubini już pod koniec lutego 2022, zaraz po inwazji Rosji na Ukrainę donosił o ciężkich konsekwencjach wojny dla światowej gospodarki. Według niego, świat stoi właśnie na krawędzi czarnego scenariusza – długotrwałego kryzysu i właśnie tego scenariusza powinniśmy się obawiać, niezależnie od faktu, że gospodarki rosyjska i ukraińska to łącznie zaledwie 3 proc. światowego PKB. Twierdzi, że wojna w Ukrainie stanie się reaktywacją „starej zimnej wojny”, w której cztery państwa, Rosja, Chiny, Iran i Korea Północna będą eskalować swoje niezadowolenie z zachodniego ładu i z globalnej dominacji USA. Dla Dr Dooma oznacza to, że świat wszedł w fazę groźnych geopolitycznych perturbacji, które będą miały poważne skutki dla gospodarki i finansów światowych. Zdaniem Roubiniego, dzisiaj gospodarce globalnej zagrażają negatywne szoki podażowe, związane z cenami nośników energii oraz wysoka inflacja będąca skutkiem zadłużenia covidowego, teraz dodatkowo wzmocniona przez wzrost cen energii. Te dwa czynniki składają się na prognozowaną przez niego „stagflacyjną recesję”<sup>2</sup>. Roubini już zauważa, że banki centralne stoją przed bardzo trudną perspektywą i będą przeklinane niezależnie od kierunku podejmowanych działań. Dzisiaj bowiem niezależnie od tego czy banki centralne będą podnosić stopy procentowe czy też nie będą tego robić, skutki będą prawdopodobnie podobnie negatywne. Niepodnoszenie stóp będzie przyspieszać inflację, a ich podnoszenie będzie wywoływać efekt hamowania gospodarki. Tak czy owak, więc grozi nam kryzys w postaci stagflacji. Roubini katastroficznie przestrzega, że to będzie mieszanka najpotężniejszych kryzysów: „...inflacja nie okazała się problemem przejściowym. Swój wpływ mają na nią COVID-19 i wojna w Ukrainie. Efektem walki z tym zjawiskiem ma być niezwykła mieszanka dwóch najpoważniejszych kryzysów, przez jakie przeszła światowa gospodarka w minionym półwieczu. Mowa o kryzysie energetycznym z roku 1973 i finansowym z 2010 r”<sup>3</sup>.

Jeszcze bardziej przerażające scenariusze buduje Jamie Dimon, prezes JP Morgan, który alarmuje, że nadciąga „gospodarczy huragan”<sup>4</sup>. Wprawdzie Dimon koncentruje się tylko na gospodarce amerykańskiej, to jednak zaleca całemu światu przygotowanie się na najgorsze. Przypomina, że kryzys zawsze przychodzi po wzrostach światowych cen ropy. I tak jest tym razem – ropa drożeje, a Dimon prognozuje, że wkrótce zobaczymy cenę na poziomie ponad 170 dolarów za baryłkę. Kryzys energetyczny pociągnie za sobą całą realną gospodarkę, ale także świat finansów. Chyba dlatego, ekonomiści Morgana obniżyli prognozę wzrostu gospodarczego USA w 2022 roku do 2,4 proc., a na 2023 r. tylko nieznacznie powyżej 1 proc..

Nie mniej pesymistyczne, choć trochę ekstrawaganckie są wypowiedzi Elona Muska na temat nadchodzącego spowolnienia gospodarczego. Winą za nadchodzącą recesję obarcza pandemię i bardzo złe nawyki z okresu lockdownów. Na swoim twitterze opublikował niedawno dość kontrowersyjną

---

<sup>2</sup> Ekonomista ostrzega: Czekają nas głęboki szok stagflacji, <https://www.rp.pl/gospodarka/art35773421-ekonomista-ostrega-czeka-nas-gleboki-szok-stagflacji> [dostęp: 18/07/2022].

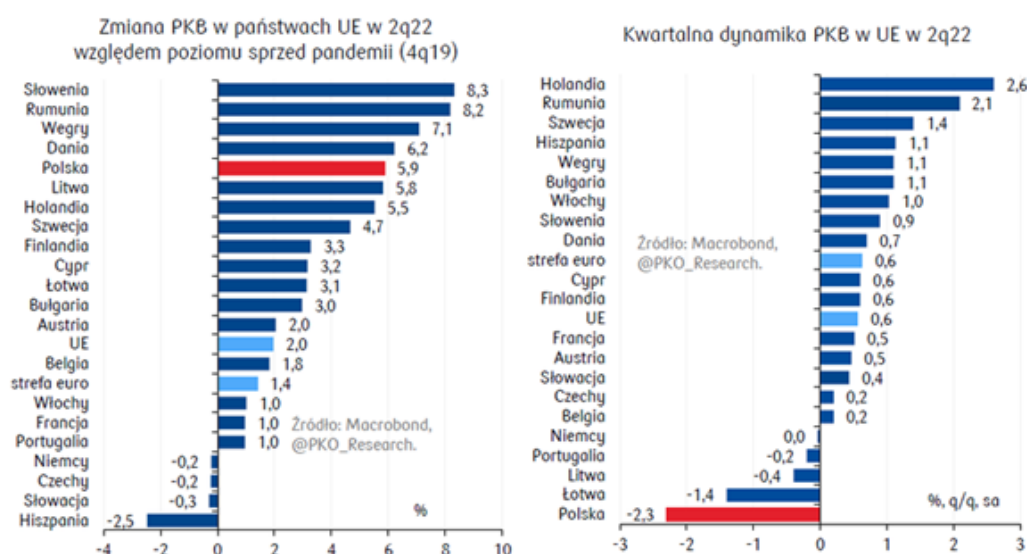
<sup>3</sup> Katastroficzna wizja słynnego ekonomisty. Czekają nas mieszanka najpotężniejszych kryzysów, <https://businessinsider.com.pl/gospodarka/nouriel-roubini-ostrega-przed-mieszanka-najpoteczniejszych-kryzysow/d1yk5j2> [dostęp: 14/07/2022].

<sup>4</sup> „Idzie huragan”. Prezes JP Morgan bije na alarm, <https://www.money.pl/gospodarka/idzie-huragan-prezes-jp-morgan-bije-na-alarm-6775203112839776a.html> [dostęp: 2/06/2022].

opinię: „Zbyt długo pieniądze spływały na konta głupców. Ktoś musi zbankrutować. Ponadto, izolacja domowa związana z COVID-19 wmówiła ludziom, że nie muszą ciężko pracować. Nadchodzi niemiła pobudka!”<sup>5</sup> Zaraz potem Musk zaawizował redukcję zatrudnienia w swoich firmach z grupy Tesli o ok. 10 proc. i tłumaczył ją swoimi złymi przeczuciami co do gospodarki. Co ciekawe, chwilę przed słynnym już ostrzeżeniem Muska, Tesla zgłaszała zapotrzebowanie na ok. 5 tys. pracowników.

## SYMPTOMY KRYZYSU

Choć samo mówienie o recesji jest recesjogenne, to jednak ona się pojawia nie dlatego, że ktoś „wielki” ją zapowiedział, a dlatego, że zadziały określone czynniki ekonomiczne. Już dzisiaj widoczne są przesłanki decydujące o przyszłej kiepskiej dekonunkturze (ceny energii, wojna, inflacja), a ryzyko światowej recesji oceniane jest aktualnie na więcej niż 50 proc.. Klimatu gospodarczego nie uspokajają ciągle stosunkowo dobre dane makroekonomiczne z gospodarek krajowych, w tym tych największych z grupy G20. Tempo wzrostu PKB za I kw. 2022, w wielu gospodarkach jest wysokie, wskazuje wręcz na objawy przegrzania koniunktury. Polski wynik, tj. 8 proc. wzrostu PKB w I kw. 2022 zdawał się napawać optymizmem, ale jednocześnie niepokojem. Czy I kwartał tego roku to łabędzi śpiew polskiej gospodarki? Dane za II kwartał przyniosły już pierwsze sygnały spowolnienia. W porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego odnotowaliśmy wzrost o 5,3%, a to oznacza spadek kwartał do kwartału to aż o 2,3%. Ekspertcy mówią o trzecim najgorszym wyniku w historii. Jest to też jeden z najgorszych wyników w grupie krajów UE (zob. rys. 1).

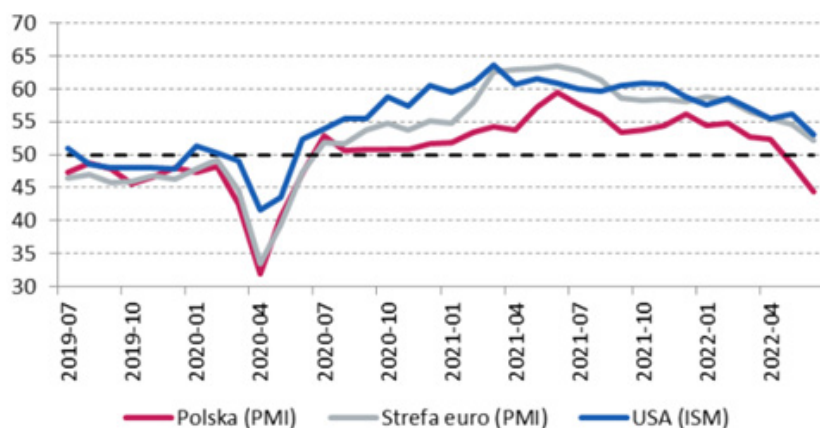


Rys. 1. Zmiana PKB w krajach UE w II kwartale 2022 (względem okresu sprzed pandemii i w ujęciu kwartalnym)  
Źródło: Analizy PeKaO S.A. <https://www.pekao.com.pl/analizy-makroekonomiczne.html> [dostęp: 22/08/2022].

Również indeksy PMI dla przemysłu i usług w większości krajów już obniżają się poniżej 50 punktów, sugerując kiepską koniunkturę (ewentualne wzrosty powyżej 50 punktów zwiastowałyby poprawę). Na tle porównań, na koniec sierpnia 2022, najtrudniejsza sytuacja zdaje się dotyczyć Polski (zob. rys. 2). PMI dla polskiego przemysłu spadł w sierpniu do poziomu 40,9 pkt z 42,1 pkt

<sup>5</sup> Musk mocno o kryzysie. „Zbyt długo pieniądze spływały na konta głupców. Ktoś musi zbankrutować”, <https://businessinsider.com.pl/biznes/elon-musk-o-kryzysie-mocne-slowa-ktos-musi-zbankrutowac/7r1vcc5> [dostęp: 20/06/2022].

zanotowanych przed miesiącem. Sierpniowy odczyt był najniższy od 27 miesięcy, zaś produkcja i nowe zamówienia spadły w znacznym stopniu, w najszybszym tempie od maja 2020 r.<sup>6</sup>



Rys. 2. Wskaźniki koniunktury przemysłowej: PMI dla przemysłu dla Polski, UE i ISM dla USA

Źródło: Macrobond, Bank Millenium, <https://www.fxmag.pl/artukul/wykres-tygodnia-wskaznik-koniunktury-dla-przemyslu-fatalny-pmi-dla-polski> [dostęp: 31/08/2022].

W USA i w krajach UE, wskaźniki koniunktury utrzymują się jeszcze na poziomie powyżej lub nieznacznie poniżej 50 punktów i wykazują wyraźnie trend spadkowy. Widoczne są pierwsze, choć na razie wątki i słabo zauważalne symptomy spowolnienia gospodarczego. W strefie Euro sierpniowy odczyt PMI to 49,7 punktów, a w USA PMI dla przemysłu utrzymuje poziom 51 punktów, ale w sektorze usług wyraźnie spadł do nieoczekiwanie niskiego poziomu 44 punktów<sup>7</sup>.

Nie mniej niepokoju wnoszą pomiary indeksów nastrojów biznesowych. Na przykład ZEW Economic Sentiment Index dla strefy Euro, który jeszcze w styczniu 2022 wynosił blisko 49 punktów, w lutym, po inwazji na Ukrainę spadł do poziomu -39 punktów i w kolejnych miesiącach utrzymuje się na ujemnym poziomie. Co więcej, prognozy tego wskaźnika, wskazują, że dopiero w przyszłym roku możemy się spodziewać powrotu na dodatnią skalę. Wojna zdaje się popsuła nastroje biznesowe nie tylko w strefie Euro. Business Confidence Index (BCI) dla krajów OECD zanotował po lutym 2022 roku spadek i niebezpiecznie odwrócił trend wzrostowy towarzyszący wychodzeniu z okresu pandemii w gospodarce. W polskim pomiarze, wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury GUS od lutego 2022 wykazuje wyraźną regresję dla niemal wszystkich sektorów, chociaż jeszcze do końca 2021 awizował zdecydowaną poprawę koniunktury.

<sup>6</sup> Wskaźnik PMI dla Polski w sierpniu w dół; najgorszy wynik od 27 miesięcy, <https://alebank.pl/wskaznik-pmi-dla-polski-w-sierpniu-w-dol-najgorszy-wynik-od-27-miesiacy/?id=421053&catid=32532&cat2id=32533&cat3id=18917>, [dostęp: 1/09/2022].

<sup>7</sup> PILNE: Mocny spadek PMI dla usług w USA - EURUSD wraca w okolice paritetu!, <https://www.xtb.com/pl/analizy-rynkowe/wiadomosci-rynkowe/pilne-mocny-spadek-pmi-dla-uslug-w-usa-eurusd-wraca-w-okolice-paritetu> [dostęp: 1/09/2022].

---

## INFLACJOGENNY STRACH

---

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

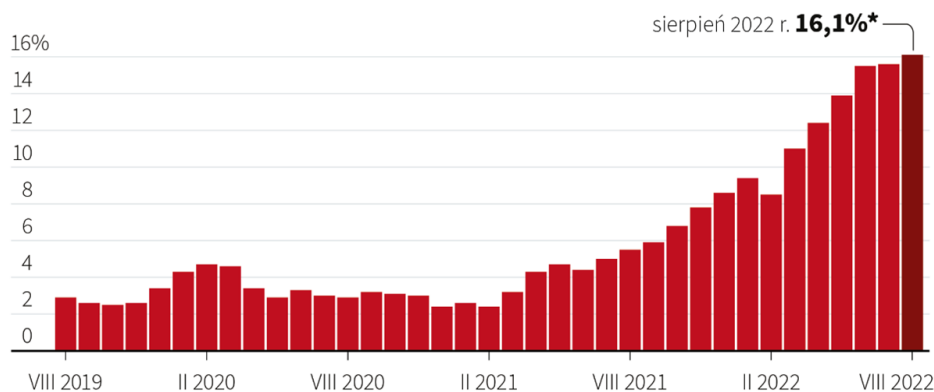
Znaczenie ma z pewnością strach, a strach to przedpole kryzysu. Trzeba jednak zaznaczyć, że to strach uzasadniony. Po pierwsze, gospodarka światowa jeszcze nie wyleczyła ran doznanych w czasie pandemii, a już została narażona na nowe zagrożenia. Inwazja Rosji na Ukrainę stała się „game changerem” i radykalnie odmieniła uwarunkowania rozwoju niemal dla całej gospodarki globalnej. Obserwacje koniunktury globalnej przed 24 lutego wskazywały na to, że odbicie gospodarcze po pandemii było bardzo dynamiczne, a w niektórych gospodarkach (w tym również w Polsce) ujawniały się nawet symptomy przegrzania koniunktury. Prognozy i scenariusze dla światowej ekonomii na kolejne 2-3 lata były optymistyczne, choć ten optymizm schładzała silna presja inflacyjna wywołana przez gigantyczne rozmiary długów pocowidowych. Teraz pojawiły się nowe, wyjątkowo silne czynniki proinflacyjne. Embargo na dostawy ropy, gazu i węgla z Rosji wzmacnia oddziaływanie tzw. greenflacji (dynamiczny wzrost cen surowców energetycznych). Wszystkie instytucje analityczne zgodnie podkreślają, że głównym destymulatorem wzrostu w najbliższych latach będzie wysoki koszt odcięcia gospodarki (głównie europejskiej) od rosyjskich surowców energetycznych. Jak się szacuje, rezygnacja z rosyjskich dostaw ropy, gazu i węgla, w samej strefie Euro przyniesie utratę PKB w przedziale 0,8 – 2,6 punktów procentowych i wywoła wzrost inflacji od 2 do 3 punktów procentowych. Trzeba bowiem pamiętać, że rosyjskie węglowodory są tańsze niż ich odpowiedniki na światowych rynkach. Różnica między baryłką ropy rosyjskiej a norweskiej BRENT to aktualnie nie mniej niż 30 dolarów, a więc ok. 25 proc. ceny. Podobnie, cena węgla na giełdzie ARA to aktualnie blisko 350 dolarów za tonę, podczas gdy rosyjski węgiel w długoterminowych kontraktach kosztował do niedawna kilkadziesiąt dolarów.

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

To właśnie inflacja jest dzisiaj najpoważniejszym problemem i to właśnie inflacja generuje strach, frustrację ekonomiczną, a nawet panikę na rynkach. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, już w marcowym komunikacie stwierdził, że wojna i związane z nią sankcje gospodarcze wywołają bezprecedensowy „szok cenowy” o zasięgu ogólnoświatowym. Faktycznie, w pierwszej połowie 2022 roku ceny poszybowały w górę w niemal wszystkich gospodarkach. Stopa inflacji w USA wyniosła ponad 8,5 proc., w UE przekroczyła 8 proc., szczególnie mocno dotykając kraje byłego bloku wschodniego

(w Polsce blisko 14 proc., w Czechach 16 proc., na Litwie, w Łotwie czy Estonii zbliża się niebezpiecznie do wymiaru 20 proc.). Krytycznie złe wyniki zanotowały Turcja (73,5 proc.) i Argentyna (61 proc.) – kraje, które mają bardzo złe doświadczenia ze zwalczaniem inflacji.

Druga połowa 2022 roku, mimo oczekiwań co do spadku tempa inflacji nie przynosi poprawy. W Polsce dane za sierpień wywołały wręcz szok i niedowierzanie. Sierpniowy wstępny odczyt inflacji wg GUS zaskoczył nawet największych pesymistów, a optymistów, którzy ogłaszali już koniec wzrostu dynamiki cen sprowadził na ziemię. Wynik Consumer Price Index (pomiar stopy inflacji) za sierpień to 16,1% r/r i o 0,8% więcej niż w lipcu (zob. rys. 3.).



Rys. 3. Tempo inflacji w Polsce w ostatnich 3 latach  
Źródło: PAP; dane GUS (wstępny odczyt za sierpień 2022).

To wielkie rozczarowanie, bo konsensus co do oczekiwań inflacyjnych wskazywał na fazę plateau, czyli ustabilizowanie się inflacji w miesiącach letnich na poziomie ok. 15,4% (po lipcowej na poziomie 15,6%). Miesięczna dynamika CPI okazała się aż czterokrotnie wyższa od mediany prognoz analityków zakładających wzrost cen tylko o 0,2% m/m. Niestety, wzrosty cen biją rekordy. Nadal dynamicznie drożeją żywność i energia, a te ostatnie – jak wiadomo – są wyjątkowo inflacyjogenne.

Choć dla portfela Kowalskiego podstawowe znaczenie mają wzrosty cen w poszczególnych grupach dóbr i usług, to dla oceny makroekonomicznej ważniejszy jest odczyt tzw. inflacji bazowej (nie uwzględniającej najbardziej wahających się cen żywności i energii). To właśnie inflacja bazowa rośnie najszybciej – aktualnie szacowana jest na blisko 10% (wzrost z 9,3% w lipcu). W tej sytuacji trudno liczyć na szybki zwrot sytuacji. Wszystko wskazuje na to, że na wyhamowanie inflacji przyjdzie nam jeszcze poczekać. Przed nami turbodoładowanie związane z cenami nośników energii. Nikt nie ukrywa, że podwyżki taryf na energię elektryczną, gaz i ciepło sieciowe mają nam dokuczyć w I kwartale 2023 i najprawdopodobniej podbiją wyniki pomiaru CPI. Oznacza to, że na początku roku 2023 możemy zobaczyć kolejny, tzw. wtórny szczyt inflacji przewyższający nawet aktualne odczyty CPI. Wynik sierpniowy przesuwając niebezpiecznie ścieżkę prognoz inflacji na najbliższe miesiące

w górę. Nie można już naiwnie zakładać, że inflacja pod koniec roku wyhamuje, a jeśli nawet to inflacja ponownie przyspieszy w I połowie 2023. Nie można nawet wykluczyć scenariusza wymiaru inflacji z „dwójką z przodu”.

Co oznaczają te dane? Po pierwsze wskazują na bardzo słabe oddziaływanie tarcz antyinflacyjnych, a nawet ich minimalną skuteczność. Po drugie obnażają błędy bardzo ekspansywnej polityki wydatkowej państwa, stymulującej popyt konsumpcyjny, a tym samym oddziaływającej proinflacyjnie. Po trzecie, w końcu ujawniają totalną bezradność NBP i RPP i demaskują nieprawdziwość tez Prezesa Glapińskiego o przejściowym charakterze inflacji.

Tak wysoka inflacja, nie tylko w Polsce jest kosztem jaki, po pierwsze ponosimy za to, że w okresie pandemii, w latach 2020-21 nie doszło do detonacji kryzysu gospodarczego i głębokiej depresji, po drugie za to, że świat musi płacić więcej za surowce energetyczne i żywnościowe po wyeliminowaniu z gry dostaw rosyjskich i po spadku ich podaży. Walka z tą wieloskładnikową inflacją będzie bardzo trudna. Wydaje się, że samo zakończenie faz luzowania polityki monetarnej (Quantitative Easing), akcje podwyżek stóp procentowych, czy stosowanie taperingu (odwrotność drukowania pieniędzy – skupywanie aktywów z rynku) będą niewystarczające dla wyhamowania tempa wzrostu cen. Jednocześnie te działania wydają się być jak dotąd słabo skalibrowane i nie przynoszą oczekiwanych efektów dezinflacyjnych, ale już mają oddziaływanie recesjogenne – hamujące gospodarkę. Wyższy koszt kredytu już dzisiaj przynosi wyhamowanie procesów inwestycyjnych w firmach i jako taki wróży negatywne szoki podażowe. Taki scenariusz oznacza wprost pojawienie się recesji lub stagflacji. O tym, czy to będzie recesja czy – dużo groźniejsza – stagflacja zdecyduje dalszy przebieg cyklu podwyżek cen. Jeżeli inflacja zacznie szybko spadać to recesja może być płytka i krótkotrwała. Jeżeli jednak inflacja pozostanie wysoka, to na skutek antyinflacyjnej polityki banków centralnych wkrótce zarejestrujemy spowolnienie w połączeniu z inflacją.

---

### STAGFLACJA - PONURE DOŚWIADCZENIA

---

Musimy się więc przygotować na zjawisko od dawna (bo od lat 70. i 80. poprzedniego wieku) w gospodarce światowej niewidziane, czyli na tzw. stagflację. Termin „stagflacja” wprowadził do ekonomii brytyjski minister skarbu I. Macleodow po obserwacji zaskakującego w swoim przebiegu i objawach kryzysu dekady lat 70. z Wielkiej Brytanii i USA. Pojęcie to pochodzi z połączenia dwóch przebiegających paralelnie zjawisk: stagnacji gospodarczej i wysokiej inflacji, czyli oznacza wzrosty cen w warunkach spadku produkcji zagregowanej (negatywny szok podażowy), prowadzącego do spowolnionego wzrostu gospodarczego a nawet recesji<sup>8</sup>. To zaskakujące połączenie, bo zwykle inflacja towarzyszy fazom silnego wzrostu gospodarczego. Zwykle, dobrej koniunkturze towarzyszą wzrosty cen, bo rośnie popyt, rośnie produkcja, rosną inwestycje. Tymczasem stagflacja oznacza wzrost cen mimo kiepskiej koniunktury i jako taka jest poważną „chorobą” gospodarki, bardzo trudną do wyleczenia.

Historia amerykańskiej stagflacji z lat 70. wywołuje bardzo ponurą analogię. W 1973r. doszło w gospodarce światowej do akceleracji inflacji wywołanego dwoma czynnikami – zbyt łagodną

---

8 P. Krugman, R. Wells, Makroekonomia, PWN, Warszawa 2020, s. 610.



polityką pieniężną w minionej dekadzie oraz gwałtownymi zaburzeniami na rynkach surowców rolnych i energetycznych (tzw. kryzys paliwowy). Inflacja z tamtego okresu skutkowałą spadkiem realnych dochodów ludności i w następstwie spadkiem konsumpcji. Jednocześnie rosnące ceny uruchomiły mechanizm znany jako spirala cenowo-płacowa. Choć gospodarkę dręczyła recesja (spadek produkcji, spadek produktywności), to nominalne płace dynamicznie rosły. W tamtym czasie rząd amerykański zaproponował działania osłonowe przed inflacją i mimo rosnącego bezrobocia podniósł o 25 proc. płacę minimalną. Chwilę później amerykańskie związki zawodowe wymusiły dalsze podwyżki wynagrodzeń. Rekcje amerykańskiego banku centralnego (FED) i serie podwyżek stóp procentowych okazały się spóźnione i rozczarowująco słabe. Nie przyniosły redukcji inflacji. W efekcie, w gospodarce amerykańskiej rozpoczęła się tzw. stracona dekada, w czasie której inflacja i bezrobocie były łącznie wysokie, a wzrost gospodarczy dość niski (średnio poniżej 2 proc. rocznie)<sup>9</sup>.

---

---

### NASZE (POLSKIE) PRZESŁANKI STAGFLACJI

---

---

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

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

Po pierwsze dlatego, że w Polsce inflacja ma w ogromnej mierze źródła endogeniczne, związane z krajowym wzrostem podaży pieniądza na rynku oraz dynamicznie rosnącym od lat popytem konsumpcyjnym. To efekt wieloletniej polityki luzowania ilościowego, związanej ze wzmocnieniem transferów socjalnych. Ale to także skutek akcji ratunkowych w okresie pandemii, kiedy w Polsce uruchomiono specjalną akcję „dodruku” w postaci emisji obligacji Polskiego Funduszu Rozwoju o wartości ponad 250 mld zł, skierowanych na fundusz obsługujący kolejne edycje tarcz antykryzysowych. Zatem w kolejnych okresach, przed rozpoczęciem wojny w Ukrainie, polska inflacja była efektem „zalewania pieniędzmi” różnych problemów gospodarczych i społecznych. Przynajmniej od siedmiu lat obserwujemy w Polsce syndrom „helicopter money” – populistycznego, nieracjonalnego rozdawnictwa publicznych pieniędzy. To transfery bardzo słabo skalibrowane i często błędnie ukierunkowane. W efekcie, nie rozwiązują problemów jakim miały być dedykowane. Sztandarowym przykładem pozostaje w Polsce powszechny program 500+ - zasiłku należnego wszystkim rodzinom niezależnie od kryterium dochodowego. Program, który miał być polskim panaceum na ujemną stopę przyrostu naturalnego niestety nie przyniósł i nie przynosi oczekiwanego wzrostu dzietności.

Ogromna część polskiej presji inflacyjnej, która ujawniła się dużo wcześniej niż pandemia i wzrost cen nośników energii bo już w roku 2019 to tzw. inflacja bazowa (pomiar zmian cen towarów

---

<sup>9</sup> Ibidem, s. 815.

i usług konsumpcyjnych z wyłączeniem cen administrowanych, cen najbardziej zmiennych, cen żywności i energii). Aktualnie inflacja bazowa w Polsce szacowana jest na ok. 10-11 proc., co oznacza, że to właśnie czynniki wewnętrzne wywołują przynajmniej połowę wymiaru tempa wzrostu cen.

Od 2021 roku z kolei polska inflacja była dodatkowo napędzana przez wadliwe, fałszujące stan faktyczny komunikaty NBP i mocno spóźnioną reakcję Rady Polityki Pieniężnej. Zdaje się, że kojący i tym samym szkodliwy przekaz Prezesa Glapińskiego nie znalazł uznania i jako nierzetelny napędził skalę oczekiwań inflacyjnych. Szybko rosnące ceny zmusiły ostatecznie RPP do otwarcia jesienią 2021 roku, cyklu historycznych podwyżek stóp procentowych, które jak dotąd nie ujawniły efektu dezinflacyjnego. Problem w tym, że wzrostom rygorów w polityce monetarnej towarzyszy dzisiaj bardzo kolizyjny kurs szeroko rozumianej polityki fiskalnej rządu. O ile rosnąca stopa procentowa ma za zadanie ograniczyć podaż pieniądza na rynku i zredukować apetyty konsumpcyjne Polaków, o tyle rządowe instrumenty wsparcia w warunkach inflacji same w sobie są proinflacyjne. Tarcze antyinflacyjne czyli złagodzone wymiary podatków pośrednich na energię i żywność, obniżka podatku PIT czy rządowe dopłaty do cen węgla to instrumenty adresowane do wyborców za cenę dalszego wzrostu podaży pieniądza i dalszego pogłębiania inflacji. A to nie jedyne zagrożenia proinflacyjne w Polsce. Trzeba uwzględnić dodatkowo nadchodzące ryzyka dalszego, być może nawet gwałtownego wzrostu inflacji do poziomu powyżej 20 proc.. Po pierwsze, wymuszona wojną i sankcjami przyspieszona transformacja energetyczna w Polsce pociągnie za sobą olbrzymie koszty i dalsze wzrosty cen. To będzie najprawdopodobniej krytyczny czynnik inflacjogeny, a sama, bardzo trudna logistycznie substytucja źródeł importu nośników energii może wywołać poważne deficyty podaży, również silnie proinflacyjne. Po drugie, zapowiadane na drugą połowę 2022 roku wygaszenie tarcz antyinflacyjnych (jeśli nie zostaną prolongowane) ujawni faktyczną skalę podwyżek cen energii. Po trzecie, w I kwartale 2023 swoje oddziaływanie proinflacyjne ujawnią olbrzymie podwyżki taryf na energię i energię cieplną. Po czwarte, niestabilny, słabnący kurs złotego w stosunku do głównych walut rozliczeniowych na rynkach energii może dodatkowo pogłębić skalę wzrostów kosztów zakupu energii. Po piąte, przed nami dalsze wzrosty płacy minimalnej (w 2023 zostały zapowiedziano aż dwie podwyżki), które wzmocnią roszczenia pracowników i wywołają niebezpieczną spiralę cenowo-płacową. Po szóste w końcu – i z pewnością nie ostatnie – najbliższe kilkadziesiąt miesięcy upłynie w Polsce w klimacie atmosfery przedwyborczej. Zobaczymy jeszcze miliony banknotów z „helicopter money”, napędzających inflację i oczekiwania inflacyjne.

Jednocześnie, mamy w Polsce poza bezprecedensowym ryzykiem inflacyjnym, również ryzyko istotnego spowolnienia gospodarczego. Szacuje się, że tylko utrata dostaw rosyjskiego węgla może zredukować polskie PKB o ok. 0,5 proc. Nadal utrzymujące się zagrożenie wstrzymania wypłat funduszy unijnych w ramach Krajowego Planu Odbudowy to z kolei koszt ok. 1 proc. polskiego PKB. Nie bez wpływu na rozmiar i tempo wzrostu PKB pozostanie także polityka monetarna. Należy się spodziewać, że szybko rosnący koszt pieniądza (stopa procentowa) wywoła wyhamowanie procesów inwestycyjnych zarówno w sektorze publicznym, jak i prywatnym. To zjawiska podnoszące ryzyko recesji, które w zderzeniu z wysoką, trudną do opanowania inflacją budują dla Polski scenariusz dotkliwej stagflacji. I oby to nie był scenariusz amerykańskiej straconej dekady!

---

---

BIBLIOGRAFIA

---

---

1. Analizy PeKaO S.A. <https://www.pekao.com.pl/analizy-makroekonomiczne.html>
2. Ekonomista ostrzega: Czeką nas głęboki szok stagflacji, <https://www.rp.pl/gospodarka/art35773421-ekonomista-ostrzega-czeka-nas-gleboki-szok-stagflacji>
3. „Idzie huragan”. Prezes JP Morgan bije na alarm, <https://www.money.pl/gospodarka/idzie-huragan-prezes-jp-morgan-bije-na-alarm-6775203112839776a.html>
4. Katastroficzna wizja słynnego ekonomisty. Czeką nas mieszanka najpotężniejszych kryzysów, <https://businessinsider.com.pl/gospodarka/nouriel-roubini-ostrzega-przed-mieszanka-najpoteczniejszych-kryzysow/d1yk5j2>
5. Krugman P., Wells R., Makroekonomia, PWN, Warszawa 2020.
6. Musk mocno o kryzysie. „Zbyt długo pieniądze sływały na konta głupców. Ktoś musi zbankrutować”, <https://businessinsider.com.pl/biznes/elon-musk-o-kryzysie-mocne-slowa-ktos-musi-zbankrutowac/7r1vcc5>
7. PIE: to nie recesja jest problemem dla gospodarki. Ekonomiści przestrzegają przed innym zagrożeniem; <https://www.money.pl/gospodarka/pie-recesja-w-przyszlym-roku-nam-nie-grozi-ale-wysoka-inflacja-juz-tak-6779714331294400a.html>
8. Wskaźnik PMI dla Polski w sierpniu w dół; najgorszy wynik od 27 miesięcy, <https://alebank.pl/wskaznik-pmi-dla-polski-w-sierpniu-w-dol-najgorszy-wynik-od-27-miesiecy/?id=421053&catid=32532&cat2id=32533&cat3id=18917>,
9. <https://www.fxmag.pl/artukul/wykres-tygodnia-wskaznik-koniunktury-dla-przemyslu-fatalny-pmi-dla-polski>

## **BETWEEN RECESSION AND STAGFLATION - FACES OF THE COMING CRISIS**

### **Summary:**

As late as January 2022, economists around the world considered two opposing scenarios for the post-pandemic global economy. The prevailing belief was that the economy would rebound faster or slower and would, as a result, return to pre-pandemic growth paths. There were also pessimistic reports about the threat of a post-covid recession and the risk of a debt crisis. Today these scenarios are already in the archives, on the shelf of the wrong forecasting, out of date, and therefore unimportant. Today, after the war in Ukraine is another blow to the geopolitical system and to the condition of the global economy, only two alternative paths, both crisis ones, are being considered. The current projections of the condition of the global economy in the perspective of two or three years (and in the most extreme forecasts even in the perspective of a decade) doom it to recession or stagflation. At the same time, stagflation seems to be a much worse scenario than a pure technical recession.

The aim of the article is to present the main factors shaping the economic situation in the nearest perspective, in the context of the serious threat of stagflation. The article refers to the global economy, but focuses mainly on the determinants of the Polish economic conditions. The author consciously warns against a defeatist scenario, which may be a long-term stagflation, and points to its objective premises.

**Keywords:** Economic growth, prosperity, crisis, recession, inflation, stagflation