

ROZMOWA

Wysoka inflacja albo wzrost bezrobocia? To fałszywy dylemat

Nie mam pewności, że inflacja wróci do celu NBP choćby w II połowie 2025 r. – ocenia dr **Stanisław Kluza**, prezes Instytutu Debaty Quant Tank, były przewodniczący KNF, pracownik naukowy Instytutu Statystyki i Demografii SGH.

GRZEGORZ SIEMIONCZYK

Według premiera Mateusza Morawieckiego deficyt sektora finansów publicznych w 2022 r. wyniósł około 3 proc. PKB. To mniej więcej tyle, ile ekonomiści prognozowali u progu minionego roku, czyli jeszcze przed atakiem Rosji na Ukrainę, napływem setek tysięcy uchodźców do Polski i zaostrzeniem się kryzysu energetycznego. Obawy, że próby łagodzenia tych szoków przez tarcze antyinflacyjne, tarcze solidarnościowe, dopłaty do węgla itp. zdestabilizują finanse publiczne, okazały się nadmierne?

Statystycznie to jest dobry wynik, ale trzeba go oceniać ostrożnie. W 2022 r. mieliśmy bardzo wysoką inflację. Inflacja konsumencka wynosiła średnio ponad 14 proc., inflacja produkcyjna była powyżej 20 proc. Niektóre kategorie cen rosły jeszcze szybciej. Przy tak dużym wzroście cen nominalny PKB rośnie dużo szybciej niż realny. Deficyt odnosiśmy zaś do nominalnego PKB. Przy tym wydatki budżetu nie reagują na inflację tak szybko jak wpływy do budżetu. Ten stosunkowo niski deficyt sektora finansów publicznych to więc trochę efekt statystyczny.

Podczas gdy budżet państwa na inflacji zyskuje, gospodarstwa domowe na niej tracą. W ub.r., jak wynika z szacunków pańskich i prof. Andrzeja Sławińskiego, tzw.

domowe, które mają bardziej zdywersyfikowane aktywa.

Prezes NBP Adam Glapiński twierdzi, że tak wysoka inflacja to w jakiejś mierze cena za to, że suchą nogą przechodzimy przez kolejne kryzysy: pandemiczny, a teraz energetyczny. Według niego próba trzymania inflacji w ryzach wiązałaby się z głęboką recesją i wzrostem bezrobocia. Ma rację?

Jest w tym trochę nieprawdy. Można postawić tezę wręcz przeciwną. Polska jest w gronie krajów, które mają najniższą stopę bezrobocia w UE. To wynika nie z naszej polityki gospodarczej, tylko z dużej mierze z procesów demograficznych. Oczywiście, może dojść do przejściowych zaburzeń, gdy stopa bezrobocia trochę wzrośnie, ale to nie jest dzisiaj największa bolączka polskiej gospodarki. Natomiast wysoka inflacja jest poważną bolączką, która godzi w naszą zamożność. Akceptacja dla wysokiej inflacji jest jedną z przyczyn tego, że stopa inwestycji w Polsce jest niższa w historii danych.

Premier Morawiecki zapowiedział konsolidację finansów publicznych przez likwidację funduszy celowych stworzonych do walki z Covid-19, kryzysem energetycznym i wojną. Czy zwiększenie przejrzystości finansów publicznych złagodziłoby pańskie obawy związane z ich kondycją?

Należy zacząć od tego, aby



którym przestrzega pan w niedawnym artykule napisanym wspólnie z prof. Sławińskim? Główną tezę tego artykułu można przedstawić tak, że Polska upodabnia się coraz bardziej do Turcji, bo rząd utrzymuje się u władzy dzięki coraz bardziej ekspansywnej polityce fiskalnej, którą będzie trzeba finansować poprzez monetyzację długu. W ostatnich latach tej monetyzacji sprzyjały właśnie emisje obligacji przez fundusz przeciwdziałania Covid-19, które skupował NBP.

W naszym artykule nie odnosimy się do Turcji, to raczej w debacie

oszczędności w kraju. Co zrobić, żeby w Polsce ta stopa była wyższa?

Często uspokajamy się tym, że Polska ma niższy dług publiczny w relacji do PKB niż Niemcy czy Francja. Ale Polska ma też niższe zasoby oszczędności w stosunku do PKB. To oznacza, że popytu na obligacje rząd może szukać za granicą. Ale to wiąże się z ryzykiem, że zagraniczni inwestorzy będą żądali wyższej rentowności obligacji niż krajowi. To może sprawić, że dług publiczny stanie się drogi w obsłudze. W Polsce, właśnie ze względu na niski poziom oszczędności krajowych, istnieje duże ryzyko wzrostu kosztów obsługi długu w razie, gdyby był on wyższy.

Warto tu przypomnieć, że NBP ma w swoich aktywach zakupione w latach 2020–2021 r. obligacje skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa o wartości około 150 mld zł. To jest kilkanaście procent długu publicznego. Gdyby NBP tego nie skupił, to dzisiaj rentowności obligacji skarbowych nie byłyby jednocyfrowe, a możliwość sprzedawania kolejnych emisji byłaby ograniczona. Kluczem do tego, żeby zrozumieć, jakie są granice zadłużania państwa, jest określenie zasobu oszczędności krajowych.

Wróćmy jeszcze do inflacji. W środę Rada Polityki Pieniężnej szósty miesiąc z rzędu utrzymała stopę referencyjną NBP na poziomie 6,75 proc. Większość członków tego gremium uważa, że zacieśnienie polityki pieniężnej, którego dokonano między październikiem 2021 r. a wrześniem 2022 r., wraz z globalnym spowolnieniem gospodarczym wystarczy, aby w średnim terminie sprowadzić inflację do celu NBP, tj. 2,5 proc. Czy rzeczywiście inflacja,

choć jest wciąż zbyt wysoka, to jest pod kontrolą?

Przy dwucyfrowej inflacji trudno, moim zdaniem, mówić o tym, że ona jest pod kontrolą. W polityce pieniężnej w Polsce popełniono bardzo wiele błędów na przestrzeni ostatnich kilku lat. Nieuzasadnione były obniżki stóp procentowych w 2020 r. Następnie zawodziła komunikacja NBP. Wykreowano odczucie społeczne, że te niskie stopy procentowe zostaną z nami na długo, pozwalając tanio zaciągać kredyty. Następnie RPP spóźniła się z podwyżkami stóp procentowych, które rozpoczęły się pod koniec 2021 r., podczas gdy sygnały, że inflacja będzie oddalała się od celu NBP, pojawiały się wcześniej. W tym czasie pojawiły się wypowiedzi prezesa NBP, że bardziej boi się on deflacji niż inflacji. Wojna na pewno przyczyniła się do wzrostu inflacji, dodała kilka punktów procentowych, ale nie jest jej głównym źródłem. Już przed wojną, pod koniec 2021 r., inflacja zbliżała się do 10 proc. z bardzo poważną perspektywą, że przebieje ten pułap. Gdy wojna wybuchła, RPP miała szansę wykonać jeden ruch: mogła jednorazowo mocno podnieść stopy procentowe, aby wysłać mocny sygnał, że ma sytuację pod kontrolą. Dzisiaj prawdopodobnie dałoby to nam zupełnie inny poziom inflacji. Oczywiście, dzięki wysokiej bazie odniesienia w cenach energii

w najbliższych kwartałach inflacja może nieco spaść.

Z drugiej strony istnieją czynniki, które będą tworzyły presję inflacyjną w przyszłości. Po pierwsze, kiedyś będzie trzeba powrócić do 5 proc. VAT na produkty spożywcze. To może, moim zdaniem, dodać nawet 4 pkt proc. do inflacji. Po drugie, będzie trzeba też odmrozić ceny energii i gazu. Po trzecie, w gospodarce rozkręca się spirala płacowo-cenowa. Płace wielu pracowników nie nadążają za cenami w sklepach. Gdy będą zanikały sygnały spowolnienia gospodarczego, presja na wzrost płac o sobie przypomni...

To już się dzieje. Jesienią ub.r. w badaniach GUS wśród konsumentów było widać wzrost obaw przed bezrobociem, ale w ostatnich miesiącach one opadają.

To będzie fluktuowało, ale spirala płacowo-cenowa została rozbudzona. Po czwarte, oczekiwania inflacyjne są wciąż wysokie. Wiele osób, które mają wpływ na ceny produktów i usług, nie waha się ich podnosić, bo widzą, że wszędzie wkoło to się dzieje. W ten sposób materializują się oczekiwania inflacyjne. Po piąte, wiele firm z obawy przed spowolnieniem akceptowało ostatnio zacieśnienie marży zysku. To jest przejściowe. W pewnym momencie rozpocznie się odbudowywanie marż. Z tego tytułu też nam grozi presja na wzrost cen. Po szóste, nie zakończyło się wciąż przenoszenie wzrostu kosztów firm na ceny finalne.

Według nowej projekcji NBP inflacja w drugiej połowie 2025 r. wróci do celu NBP.

To wystarczy? RPP powinna to jakoś przyspieszyć? Jak to zrobić?

Projekcja bazuje na pewnym modelu, a ten model nie jest przygotowany na czasy tak wysokiej inflacji. W ostatnich kwartałach model ten wielokrotnie udawał swoją niesprawdzalność.

Czyli pańskim zdaniem nie należy wierzyć w powrót inflacji do 2,5 proc. w ciągu nieco ponad dwóch lat?

Być może jest tu ukryta intencja, aby obniżyć oczekiwania inflacyjne, ale jeśli chodzi o wiarygodność tej prognozy, jestem sceptyczny.



Pełna wersja rozmowy
www.ekonomia.rp.pl

„Należy upublicznić listę jednostek, które należą do sektora finansów publicznych. Taka lista była dawniej co roku publikowana przez GUS, od kilku lat nie można jej znaleźć. Pytanie, czy rząd sprawuje nad nimi jakąkolwiek kontrolę?

podatek inflacyjny wyniósł 150 mld zł. To jest kwota, która trafiła do budżetu dzięki inflacji przewyższającej cel NBP?

Nie, ta kwota to utraczona wskutek inflacji siła nabywcza naszych oszczędności. Przyjęło się w świecie akademickim mówić, że strata wartości pieniądza, wynikająca z niemożności zabezpieczenia jego realnej wartości w czasie, jest w jakimś sensie podatkiem. Oprocentowanie depozytów bieżących i terminowych oraz obligacji w najlepszym razie w ub.r. wynosiło 7 proc., a inflacja była ponaddwukrotnie wyższa. To oznacza, że realnie traciliśmy kilka, a może nawet 10 proc. wartości naszych zasobów finansowych. Według naszych szacunków tak liczony podatek inflacyjny, uwzględniając gotówkę, wyniósł około 150 mld zł. Przy czym to bardziej uderzyło w relatywnie mało zamożne gospodarstwa

upublicznić listę jednostek, które należą do sektora finansów publicznych. Ta lista była dawniej co roku publikowana przez GUS, ale od kilku lat nie można jej znaleźć. Jeżeli mamy coś zacząć konsolidować, warto byłoby najpierw wiedzieć, o czym mówimy. Natomiast taka konsolidacja jest zdecydowanie potrzebna. Jeśli tych pozabudżetowych jednostek sektora finansów publicznych jest zbyt dużo, to pytanie, czy rząd może sprawować nad nimi jakąkolwiek kontrolę. Uporządkowanie tego jest bardzo potrzebne. Kiedyś zadłużenie pozabudżetowych jednostek sektora finansów publicznych, głównie funduszu drogowego, wynosiło kilka procent PKB. Dzisiaj to jest kilkanaście procent PKB.

Czy gdyby do takiej konsolidacji doszło, zmalałoby ryzyko psucia modelu rozwoju Polski, przed

publicznej pojawiło się to porównanie. My nawiązywaliśmy raczej do doświadczeń krajów Ameryki Łacińskiej, gdzie monetyzacja długów ma dłuższą historię. W literaturze naukowej mówi się w tym kontekście o „syndromie peronizmu”, którego najlepszym przykładem jest Argentyna. Tam co jakiś czas, jak w Polsce, pojawiają się pomysły dodatkowych działań fiskalnych, które prowadzą do wzrostu wydatków rządowych, wzrostu emisji długu i pytania, kto ten dług ma kupić. Dochodzi do prób dewaluacji tego długu. Niektóre kraje, które przed kilkudziesięcioletni laty wpadły w tę pułapkę, do dziś nie mogą się z niej wydostać. Jest to ostrzeżenie dla innych gospodarek, w tym takich jak Polska.

Jak rozumiem, pokusa monetyzowania długu pojawia się z powodu niskiej stopy

CV

Stanisław Kluza – ekonomista, w 2006 r. najpierw podsekretarz stanu w Ministerstwie Finansów w gabinecie Kazimierza Marcinkiewicza, następnie szef tego resortu w rządzie Jarosława Kaczyńskiego. W latach 2006–2011 pierwszy przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego. Pracował także w biznesie, w koncernie Unilever, firmie McKinsey & Company, Banku Gospodarki Żywnościowej, Banku Ochrony Środowiska.