

STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA

WSPÓŁCZESNE
PROBLEMY
PODZIAŁU
RYZYKA

REDAKCJA NAUKOWA

KONRAD RACZKOWSKI
PIOTR KOMOROWSKI



STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA

**WSPÓŁCZESNE
PROBLEMY
PODZIAŁU
RYZYKA**

STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA

**WSPÓŁCZESNE
PROBLEMY
PODZIAŁU
RYZYKA**

REDAKCJA NAUKOWA

**KONRAD RACZKOWSKI
PIOTR KOMOROWSKI**



Wydawnictwo Naukowe
Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego

Warszawa 2023

© Copyright by Wydawnictwo Naukowe UKSW, Warszawa 2023



**NARODOWY
BANK POLSKI**

Projekt realizowany
z Narodowym Bankiem Polskim
w ramach programu edukacji ekonomicznej

Opinie wyrażone w niniejszej publikacji są opiniami autorów i nie przedstawiają stanowiska organów Narodowego Banku Polskiego.

Cytowanie: *Stabilność makroekonomiczna. Współczesne problemy podziału ryzyka*, red. K. Raczkowski, P. Komorowski, Wydawnictwo Naukowe UKSW, Warszawa 2023

Recenzent: *dr hab. Ireneusz Dąbrowski, profesor Szkoły Głównej Handlowej*

Zespół projektowy/autorski

Prof. dr hab. Krzysztof Borowski (*Rozdział III*)

Prof. dr hab. Marta Postuła (*Rozdział IV*)

Prof. dr hab. Konrad Raczkowski (*Rozdział VII*)

Prof. dr hab. Zenon Stachowiak (*Rozdział I*)

dr Dariusz Filip (*Rozdział VII*)

dr Grzegorz Gałek (*Rozdział VI*)

dr inż. Piotr Komorowski (*Rozdział VII*)

dr Jarosław Klepacki (*Rozdział V*)

dr Wojciech Nagel (*Rozdział II*)

dr. Bartosz Stachowiak (*Rozdział VII*)

dr Adam Zajac (*Rozdział VII*)

Redakcja językowa i korekta: *Jolanta Sheybal*

Projekt okładki: *Monika Stradecka*

Projekt typograficzny i łamanie: *Vita*

ISBN 978-83-8281-236-7

Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie

01-815 Warszawa, ul. Dewajtis 5, tel. 22 561-89-23

e-mail: wydawnictwo@uksw.edu.pl

www.wydawnictwo.uksw.edu.pl

SPIS TREŚCI

WPROWADZENIE	7
ROZDZIAŁ I	
DYNAMIKA WZROSTU PRODUKTU KRAJOWEGO BRUTTO	11
1.1. PRZEGLĄD LITERATURY PRZEDMIOTU	11
1.2. ZNACZENIE DYNAMIKI WZROSTU PRODUKTU KRAJOWEGO BRUTTO W KONTEKŚCIE STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ	14
1.3. OBECNA SYTUACJA I WYZWANIA DLA POLSKIEJ GOSPODARKI POD KĄTEM KSZTAŁTOWANIA SIĘ DYNAMIKI PKB	15
1.4. MOŻLIWOŚCI DZIAŁAŃ STYMULUJĄCYCH DYNAMIKĘ PKB W CELU ZWIĘKSZENIA STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ	17
ROZDZIAŁ II	
ROLA STOPY BEZROBOCIA W STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ	19
2.1. METODOLOGIA OPISU PROBLEMATYKI WPŁYWU POZIOMU STOPY BEZROBOCIA NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA	19
2.2. EKONOMIA RYNKU PRACY, POWIĄZANIA Z POLITYKĄ WZROSTU GOSPODARCZEGO	20
2.3. KLASYCZNY MODEL FUNKCJONOWANIA RYNKU PRACY I JEGO ROZWINIĘCIE	23
2.4. KLUCZOWE ELEMENTY STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ: NOWE ZASOBY PRACY, WYŻSZA DZIETNOŚĆ I DODATNI IMPULS IMIGRACYJNY	25
2.5. ZRÓWNOWAŻONA POLITYKA GOSPODARCZA NA RZECZ ZATRUDNIENIA I ADEKWATNA POLITYKA PIENIĘŻNA FILARAMI STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ PAŃSTWA	27
ROZDZIAŁ III	
WPŁYW STOPY INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA	31
3.1. ZNACZENIE INFLACJI W KONTEKŚCIE STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ	31
3.2. PRZEGLĄD BADAŃ DOTYCZĄCYCH WPŁYWU INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA	32
3.3. KSZTAŁTOWANIE SIĘ INFLACJI W POLSCE I W EUROPIE	37
3.4. WPŁYW INFLACJI NA WYBRANE SEGMENTY RYNKU FINANSOWEGO	40

ROZDZIAŁ IV	
ROLA RELACJI DEFICYTU BUDŻETOWEGO DO PRODUKTU KRAJOWEGO BRUTTO DLA BUDOWANIA STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ	53
4.1. STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA – METODY POMIARU W OPARCIU O STAN FINANSÓW PUBLICZNYCH	53
4.2. EWOLUCJA – ROLA PAŃSTWA W OTOCZENIU MAKROEKONOMICZNYM W OSTATNIM DZIESIĘCIOLECIU	56
4.3. CZYNNIKI WEWNĘTRZNE NIERÓWNOWAGI MAKROEKONOMICZNEJ – DŁUG I DEFICYT SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH W RELACJI DO PKB	60
4.4. WSKAŹNIKI FINANSÓW PUBLICZNYCH MAJĄCE WPŁYW NA OCENĘ NIERÓWNOWAGI FISKALNEJ W POLSCE NA TLE ŚREDNIEJ UNII EUROPEJSKIEJ	63
ROZDZIAŁ V	
ROLA RELACJI SALDA OBROTÓW BIEŻĄCYCH W BILANSIE PŁATNICZYM DO PRODUKTU KRAJOWEGO BRUTTO W STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ	67
5.1. EWOLUCJA PODEJŚCIA DO STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ	67
5.2. CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA KSZTAŁTOWANIE SIĘ RELACJI SALDA OBROTÓW BIEŻĄCYCH DO PRODUKTU KRAJOWEGO BRUTTO (PKB) W KONTEKŚCIE POLITYKI STABILIZACYJNEJ	68
5.3. KSZTAŁTOWANIE SIĘ RELACJI SALDA OBROTÓW BIEŻĄCYCH DO PKB W POLSCE	70
ROZDZIAŁ VI	
ZNACZENIE BEZPIECZEŃSTWA ENERGETYCZNEGO DLA STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ	75
6.1. ISTOTA BEZPIECZEŃSTWA ENERGETYCZNEGO	75
6.2. NOWA SYTUACJA NA RYNKACH ENERGII	79
6.3. DZIAŁANIA OSŁONOWE PODJĘTE PRZEZ POLSKIE WŁADZE	85
6.4. DZIAŁANIA NA RZECZ POPRAWY BEZPIECZEŃSTWA ENERGETYCZNEGO POLSKI	87
ROZDZIAŁ VII	
WNIOSKI Z BADANIA FORESIGHT	93
PODSUMOWANIE	105
BIBLIOGRAFIA	107
SPIS WYKRESÓW	113
SPIS RYSUNKÓW	115
SPIS TABEL	116

WPROWADZENIE



Stabilność w ujęciu makroekonomicznym jest dobrem rzadko spotykanym, chociaż wielu o nim mówi, nierzadko zmieniając wskaźniki czy terminy podstawowe, żeby było można ową stabilność, realną czy też pozorną, wykazać. W literaturze przedmiotu i praktyce dominuje jednak koncepcja, że podatność na zagrożenia narasta w akomodacyjnych globalnie warunkach finansowych, zwłaszcza w odniesieniu do wahań zewnętrznych warunków finansowych, które oddziałują na krajowe cykle bessy i hossy¹. Obecny problem stabilności makroekonomicznej dotyczy jednak wielu, o ile nie wszystkich, gospodarek, które, w ramach walki o wpływy i konkurencyjność w grze geoekonomicznej, doświadczają podwyższonej słabości finansowej, przy wzrastającym nadmiarowo zadłużeniu publicznym i prywatnym, a gwałtownie wzrastająca inflacja zmienia warunki gospodarowania, prawa własności czy status społeczny i finansowy wielu gospodarstw domowych, przedsiębiorstw czy państw.

Jak słusznie zauważono w lipcu 2022 roku w raporcie Banku Rozrachunków Międzynarodowych: „Polityka monetarna ma związane ręce w związku z z nadrzędnym priorytetem, jakim jest kontrolowanie inflacji, ciężar radzenia sobie z konsekwencjami finansowymi spada na polityki inne”² niż polityka monetarna. Szczęólnego znaczenia nabrała w tym kontekście polityka podatkowa, która, wykorzystując znacznie szerszy zakres instrumentów niż polityka monetarna, może wpływać nie tylko na wolumeny i kierunki przepływu pieniądza, ale także wyznaczać ramy gospodarowania, progi rentowności, a nawet zmieniać obowiązujące do tej pory umowy społeczne. Z kolei połączenie polityki monetarnej z innymi politykami (w tym polityką podatkową) daje znacznie szersze, a niekiedy natychmiastowe, możliwości oddziaływania na rynek pracy, dóbr i usług, stosunek wartości kredytu do wartości nieruchomości, zadłużenia do dochodu, minimalne

-
- 1 C. Borio, I. Shim, H.S. Shin, *Macro-financial stability frameworks: experience and challenges*, [w:] *Macro-financial stability policy in a globalised world: lessons from international experience, proceedings from the Asian Monetary Policy*, eds. C. Borio, E. Robinson, H.S. Shin, Forum 2021, Special Edition and MAS-BIS Conference, World Scientific Publishing Co. 2022.
 - 2 *Macro-financial stability frameworks and external financial conditions*, Report submitted to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, Bank for International Settlements, July 2022, s. 17 [o ile nie zaznaczono inaczej, tłumaczenia pochodzą od autorów].

WPROWADZENIE

wymogi kapitałowe, kursy walutowe, czy strategie emisji dłużnych papierów wartościowych w ramach oczekiwanej rentowności³.

Przywrócenie i wzmocnienie zaufania, a także budowanie odporności na zagrożenia płynące ze słabnącego popytu i nierównowag bilansu handlowego, szoków podażowych, zadłużenia publicznego, kosztochłonnej transformacji energetycznej czy słabnących perspektyw wzrostu w całym systemie międzynarodowym, stały się głównymi problemami współczesnej stabilności makroekonomicznej. Wiele rządów i banków centralnych musi wybierać, w podziale ryzyka systemu gospodarczego, pomiędzy hipotetycznymi możliwościami stabilizowania cen a średnio-terminową stabilnością finansów publicznych i, często nieuzasadnionymi, transferami społecznymi, które są gwarantowane nie wzrostem opodatkowanej produktywności, a przerzuceniem kosztów nośników energii czy nowym nadmiarowym opodatkowaniem na odbiorcę końcowego w postaci przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Mechanizm ten, przy utrzymywanym wstrząsie wzrostu inflacji korygowanej zacieśnianą polityką pieniężną, ale rosnącym poziomem długu publicznego, nie tylko powoduje spadek dochodów realnych, ale prowadzi do deprecjacji wielu walut narodowych (również w strefie euro), utrzymując w dalszym ciągu presję inflacyjną, która dodatkowo podraża finansowanie. Następstwem jest ograniczenie zdolności płatniczej przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, co w konsekwencji hamuje w pierwszej kolejności inwestycje i konsumpcję, prowadząc do spowolnienia gospodarczego.

Wielu uczestników życia gospodarczego zdaje się nie dostrzegać, że stabilności makroekonomicznej w ramach stabilizacji cen nie sposób osiągnąć w krótkim horyzoncie czasowym. Realny przedział czasowy odpowiedzi polityki pieniężnej to dwa, trzy lata, przy czym symetryczny cel inflacyjny określony na poziomie 2% stałby się w ogóle nieosiągalny, jeżeli ktoś uwierzyłby, że jedynie podwyżki stóp procentowych, bez zastosowanych łącznie wielu instrumentów polityki gospodarczej – doprowadzą do powrotu inflacji do celu inflacyjnego.

Podwyżki stóp procentowych stosowane w oderwaniu od innych działań doprowadziłyby raczej do restrukturyzacji zadłużenia i upadłości wielu firm i gospodarstw domowych. W tym kontekście nie sposób pominąć ocenę tego mechanizmu przez jedną z największych na świecie firm inwestycyjnych – Vanguard, która prognozuje, że: „gwałtowne zacieśnienie polityki pieniężnej, mające na celu obniżenie inflacji, w końcu się powiedzie, ale kosztem globalnej recesji w 2023 roku”⁴.

Konsekwencje związane z poziomem stabilności mogą być przedmiotem oceny w ujęciu statycznym, tj. bieżącego stanu gospodarki, który *ex tempore* jest określany na podstawie dotychczasowych wyników gospodarki wyrażonych różnymi wskaźnikami. Stabilność może być rozpatrywana również w kontekście strategicznych celów rozwojowych, których osiągnięcie doprowadzi do zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Pytanie tylko, czy w czasach popandemicznych, trwającej wojny Rosji z Ukrainą, czy permanentnego zwiększania zadłużenia publicznego wielu gospodarek świata i nowego ideologicznego procesu tzw. Zielonego gospodarowania, stabilność jest osiągalna? Makroekonomiczny wymiar stabilności powinien wyrażać się poprzez zestaw logicznie powiązanych ze sobą wskaźników ekonomicznych, które będą najlepiej odpowiadać warunkom gospodarki będącej w równowadze, ale trudno obecnie wskazać gospodarki równowagowe. Przy tak dużej zmienności bardziej uzasadnione byłoby mówienie raczej o destabilizującej

3 K. Raczkowski, F. Schneider, J. Węgrzyn, *Ekonomia systemu podatkowego*, WN PWN, Warszawa 2020.

4 Vanguard economic and market outlook for 2023: Beating back inflation, London 2022, s. 4.

stabilności sformułowanej przez Hymana Minsky'ego i o związanym z tym większym ryzyku podejmowania decyzji w czasach stabilnych, niż o poszukiwaniu konsensusu przeniesienia praktycznej nierównowagi w nowe ramy praktycznej i teoretycznej równowagi.

Uwarunkowania związane z osiągnięciem stabilności ekonomicznej przedstawiano niekiedy w ramach kluczowych elementów wpisanych w koncepcję pięciokąta (tzw. Pięciokąt stabilizacji/stabilności makroekonomicznej, PSM)⁵, tj. dynamiki wzrostu produktu krajowego brutto, stopy bezrobocia, stopy inflacji, relacji deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto oraz relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto. W ocenie autorów niniejszego opracowania, taka koncepcja, na fali doświadczeń praktycznych luzowania ilościowego, falsyfikacji niektórych teorii ekonomicznych czy trwającej wojny o nowe przywództwo i konkurencyjność w świecie globalnym, wymaga uzupełnienia. W stabilności makroekonomicznej zasadnym jest uwzględnienie również kwestii bezpieczeństwa energetycznego, które może oddziaływać, i oddziałuje, na wspomniane obszary. W systemie stabilności makroekonomicznej jest koniecznym także wyodrębnienie polityki podatkowej jako strategicznego komponentu, poprzez który owa stabilność może być tworzona, stymulowana i zarządzana.

Biorąc powyższe pod uwagę, celem przedkładanego opracowania jest ponowna identyfikacja najważniejszych obszarów stabilności makroekonomicznej oraz określenie ich wpływu na równowagę gospodarczą, szczególnie w kontekście bieżących wyzwań spowodowanych pandemią Covid-19, dynamiką inflacji oraz wojną Rosji z Ukrainą, a w zasadzie wojną geoeconomiczną i geopolityczną skupioną na linii Stany Zjednoczone – Chiny. Takie procesy każą na nowo zrewidować obowiązujące do tej pory paradygmaty ekonomiczne, gdyż niektóre z nich podlegają nie tylko kontestacji i uzupełnieniu, ale i falsyfikacji. Dotyczy to zwłaszcza paradygmatu rynkowo-liberalnego, co prawda ułomnego, który jest zastępowany być może jeszcze bardziej ułomnym, populistycznym, kosztownym i pozbawiającym praw własności konsensusem kornwalijskim.

Z tego względu celem niniejszego opracowania jest analiza systemowa stabilności makroekonomicznej w ramach zastosowania ekonomii pozytywnej i normatywnej. Opracowanie składa się z siedmiu rozdziałów. W rozdziale pierwszym, poświęconym dynamice wzrostu produktu krajowego brutto (PKB), został dokonany przegląd literatury przedmiotu w zakresie stabilności makroekonomicznej. W części tej została podjęta próba oceny obecnej sytuacji oraz omówienie wyzwań i perspektyw polskiej gospodarki pod kątem dynamiki wzrostu produktu krajowego brutto.

Rozdział drugi koncentruje się na roli stopy bezrobocia w stabilności makroekonomicznej. Podstawowym obszarem zainteresowania w tej części jest ekonomia rynku pracy w powiązaniu z polityką kształtowania wzrostu gospodarczego. Został tu przedstawiony klasyczny model funkcjonowania rynku pracy oraz jego rozwinięcie. W konkluzji zarysowano filary stabilności makroekonomicznej państwa z perspektywy zrównoważonej polityki na rzecz zatrudnienia i adekwatnej polityki pieniężnej.

Rozdział trzeci jest poświęcony powiązaniu stopy inflacji ze stabilnością makroekonomiczną. W części tej zastosowano krytyczno-poznawczy przegląd literatury oraz zaprezentowano poziomy inflacji zarówno w Polsce, jak i w Europie. Ponadto, określono jej wpływ na rynek akcji, surowców, obligacji rządowych czy kształtowanie kursów walutowych.

5 Por. G.W. Kołodko, *Kwadratura pięciokąta. Od złamania gospodarczego do trwałego wzrostu*, Poltext, Warszawa 1993.

WPROWADZENIE

Rozdział czwarty uwzględnia rolę relacji deficytu budżetowego do PKB w stabilności makroekonomicznej. Omawiane zjawisko zostało opisane z perspektywy metod pomiaru wskaźników finansów publicznych. Zaprezentowano również czynniki wewnętrzne nierównowagi makroekonomicznej, a w szczególności dług i deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB.

Z kolei rozdział piąty koncentruje się na relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do PKB do stabilności makroekonomicznej. W głównej części tego rozdziału zostały przedstawione czynniki wpływające na kształtowanie się wspomnianej relacji w kontekście polityki stabilizacyjnej oraz ewolucja samego podejścia do stabilności makroekonomicznej.

Rozdział szósty określa znaczenie bezpieczeństwa energetycznego dla stabilności makroekonomicznej, która do tej pory w pragmatyce polityki monetarnej nie podlegała szerszym badaniom. Omówiono bieżącą sytuację na rynkach energii, a także działania osłonowe podejmowane w ostatnich latach na rzecz poprawy bezpieczeństwa energetycznego państwa.

Rozdział siódmy, zamykający całe opracowanie, jest próbą określenia ryzyk mogących zakłócać stabilność makroekonomiczną w Polsce oraz próbą identyfikacji roli stabilności makroekonomicznej we wzroście gospodarczym. Część ta zawiera wyniki badania foresightowego, które będą stanowiły wstępną diagnozę – punkt wyjścia do dalszych badań i pogłębionych analiz na kolejnych etapach.

Mamy nadzieję, że to opracowanie wypełni istniejącą lukę poznawczą w zakresie określania głównych składowych systemowych stabilności makroekonomicznej oraz jej kształtowania w całej polityce gospodarczej. Żywimy przy tym nadzieję, że będzie to przyczynek do szerszych badań w zakresie określenia nowego paradygmatu, a raczej macierzy paradygmatycznej, w której wyborem nie będzie jedynie słuszny i tylko jeden program polityczny, ale uniwersalny zestaw zasad konstytuujących ową paradygmatyczność osadzoną w logice formalnej, pragmatyzmie i kontestacji utopii. Wszak nowa myśl ekonomiczna promująca państwo aktywne również w polityce fiskalnej i bankowości centralnej, odwróceniu nierówności czy globalizacji dla dobra wszystkich – może być przekonującą koncepcją nowego myślenia. Pytanie tylko, czy będzie to jedyna alternatywa, wyrównująca nierówności kosztem przymusowego transferu majątku od bogatszych do biednych w ramach szerszej społecznej kontroli ograniczającej prawa i wolności gospodarcze (w tym obywatelskie) w imię zielonej transformacji dla rzekomego dobra ogółu? Uważamy, że model akceptowalnych ram i narracji stabilności makroekonomicznej wciąż pozostaje otwarty pomimo swoistego wyścigu z czasem, gdzie kolejne szoki, kryzysy i wstrząsy przyspieszają każdą wielką zmianę.

Konrad Raczkowski, Piotr Komorowski



ROZDZIAŁ I

DYNAMIKA WZROSTU PRODUKTU KRAJOWEGO BRUTTO

1.1. PRZEGLĄD LITERATURY PRZEDMIOTU

Problematyka stabilności ekonomicznej, będąc wynikiem wielu rodzajów polityki makroekonomicznej, jest istotna z punktu widzenia szeroko rozumianej reprodukcji społecznej jako procesu ciągłego i nieustannego odtwarzania zasobów ludzkich (zasobów pracy) i materialnych warunków gospodarowania, a także stosunków ekonomicznych. Dotyczy ona zarówno teorii, jak i praktyki problemu postrzeganego zarówno w wymiarze wewnętrznym, jak i zewnętrznym. Jej ocena z punktu widzenia wpływu na dynamikę wzrostu PKB, jak i, zwrotnie, dynamiki zmian PKB, wpływając na proces stabilizacji makroekonomicznej, wymaga odwołania się do kilku płaszczyzn analizy i oceny tego zjawiska. Problematyka stabilizacji makroekonomicznej znajduje szerokie odzwierciedlenie zarówno w polskiej⁶,

6 Spośród nich trzeba wskazać przede wszystkim takie prace jak: H. Ćwikliński, *Wyzwania dla polityki makroekonomicznej na początku XXI wieku*, Wydawnictwo UG, Gdańsk 2012; *Droga Polski do Roku 2025. Założenia długookresowej strategii w świetle studiów KP PAN*, Warszawa 2005; J. Kaja, *Polityka gospodarcza. Wstęp do teorii*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa

jak i zagranicznej⁷, literaturze przedmiotu. Stanowią ją artykuły i publikacje zwarte

2014; G.W. Kołodko, *Kwadratura pięciokąta...*; P. Kozłowski, M. Wojtysiak-Kotlarski, *Grzegorz W. Kołodko i ćwierćwiecze transformacji*, WN Scholar, Warszawa 2014; *Koniunktura gospodarcza świata i Polski w latach 2015-2018*, Raporty, IBR, KiK, Warszawa 2017; J. Misala, *Stabilizacja makroekonomiczna w Polsce w okresie transformacji ze szczególnym uwzględnieniem deficytów bliźniaczych*, Politechnika Radomska, Radom 2007; *Raport Roczny 2021*, NBP, Warszawa 2022; *Strategia na rzecz odpowiedzialnego rozwoju do roku 2020 (z perspektywą do 2030 r.)*, Rada Ministrów, NBP, Warszawa 2017; *Sytuacja makroekonomiczna w Polsce na tle procesów w gospodarce światowej w 2020 r.*, NBP, Warszawa 2021; *Wizja przyszłości Polski. Studia i analizy*, t. 1: *Społeczeństwo i państwo*, red. J. Kleer et al. PAN, Warszawa 2011; M. Szałański, T. Zalega, W. Zborowska, *Makroekonomiczna polityka stabilizacyjna. Ujęcie krótkookresowe. Symulacje komputerowe*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2019.

7 Na uwagę zasługują prace: B. Ames, W. Brown, S. Devarajans, A. Izquierdo, *Macroeconomic Policy and Poverty Reduction*, International Monetary Fund and the World Bank, 2001; Giok In Liem, *Interdependent Economy: From Political Economy to Spiritual Economy*, Legaia Books LLC, 2020; I.B.J. Pine, J.H. Gilmore, *The Experience Economy*, Harvard Business Review Press, 2011; J.E.T. Rogers, *Social Economy*, Hansebooks, 2017; P. Krugman, R. Wells, *Makroekonomia*, tłum. J. Halbersztat, WN PWN, Warszawa 2020; P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia*, tłum. H. Hagemeyer, K. Hagemeyer, J. Czekaj, WN PWN, Warszawa 2020; J.E. Stiglitz, *Ekonomia sektora*

w formie monografii, raportów i dokumentów statystycznych. Rozwiązania i propozycje formułowane w nich są w znacznej mierze zbieżne, chociaż dają się zauważyć różne spojrzenia na tę problematykę. Zbieżna jest przede wszystkim formuła celów działań na rzecz stabilizacji makroekonomicznej, to jest na rzecz wysokiego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego; wysokiego wykorzystania czynników wytwórczych; zapewnienia wysokiego poziomu zatrudnienia i przeciwdziałania bezrobociu; stabilnego w czasie poziomu cen oraz równowagi bilansu płatniczego. Jednak wobec sprzeczności niektórych celów polityki makroekonomicznej jej instrumentarium postuluje się uruchamiać zarówno po stronie globalnego popytu (wydatków konsumpcyjnych, wydatków inwestycyjnych, wydatków rządowych i eksportu netto), jak i globalnej podaży (możliwości wytwórczych gospodarki narodowej, dostępu do czynników wytwórczych i ich cen, wdrażanego postępu naukowo-technicznego, poziomu cen wytwarzanych dóbr i świadczonych usług oraz regulacji rządowych). Część z przywołanych opracowań naukowych kładzie nacisk na metodologię badań, to jest metody, techniki i procedury; pozostałe zaś – na analizę i ocenę realizacji polityki makroekonomicznej. Dają się przy tym zauważyć liczne spory teoretyczne wokół polityki stabilizacji makroekonomicznej.

Spośród publikacji krajowych trzeba wskazać przede wszystkim prace G.W. Kołodki, S. Bukowskiego, J. Misali, Z. Matkowskiego, R. Rapackiego, a także raporty NBP i opracowania GUS, Instytutu badan Rynku, Konsumpcji i Koniunktur, a także głównych ekonomicznych ośrodków akademickich. Natomiast w zbiorze naukowej literatury światowej na uwagę zasługują rekomendacje zawarte w publikacjach

L. Walrasa, V. Pareto, P. Krugmana, J.D. Sachsa, P. Samuelsona, i G.L. Stone'a oraz w raportach Banku Światowego, Międzynarodowego Funduszu Walutowego, OECD, Komisji Europejskiej, Europejskiego Banku Centralnego, Eurostatu, Światowego Forum Gospodarczego, a także wiodących instytutów badawczych zajmujących się problematyką ekonomiczną (p. Międzynarodowego Instytutu Zarządzania i Rozwoju w Lozannie)⁸.

Obszar badań określony jako stabilność makroekonomiczna wymaga zarówno określenia istoty tego pojęcia, jak również metod jej pomiaru i oceny, a także jej relacji względem dynamiki wzrostu PKB. Wymaga on również wyraźnego określenia zarówno czynników sprzyjających, jak również ograniczających stabilizację makroekonomiczną.

Stabilność makroekonomiczna jest pojęciem wieloznacznym i trudnym do zdefiniowania. Najczęściej rozumie się pod tym pojęciem odpowiednią konfigurację wskaźników społecznych, politycznych, gospodarczych, demograficznych, militarnych, a także przyrodniczo-klimatycznych, które determinują wzrost gospodarczy. Oznacza to jednocześnie potrzebę znalezienia odpowiednich i optymalnych zależności pomiędzy tymi czynnikami – tak w ujęciu wewnętrznym, jak i międzynarodowym. Politykę makroekonomiczną trzeba postrzegać jako istotny impuls do ingerencji państwa w procesy

publicznego, tłum. R. Rapacki et al., WN PWN, Warszawa 2015; L. Walras *Elements of Theoretical Economics*, Kindle Edition, Cambridge 2014.

8 Są nimi m.in. raporty: European Commission (2012–2021), *Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*, European Economy, Occasional Papers 92, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp92_en.pdf; European Commission, *Alert Mechanism Report*, Report from the Commission to the European Parliament, The Council, the European Central Bank and the European Economic and Social Committee; European Commission, *Adding employment indicators to the scoreboard of the Macroeconomic Imbalance Procedure to better capture employment and social development*, Brussels; World Competitiveness Yearbook; The Global Competitiveness Report, World Economic Forum.

gospodarcze w celu przywrócenia stanu równowagi wewnętrznej i zewnętrznej.

Natomiast PKB – produkt krajowy brutto (ang. *gross domestic product* – GDP) – to miernik produkcji wytworzonej przez czynniki wytwórcze (produkcji) zlokalizowane na terenie danego kraju niezależnie od tego, kto jest ich właścicielem, mierzy wartość produkcji wytworzonej w danym kraju, a więc jest także miarą całkowitych dochodów gospodarstw domowych w danym kraju. Może być obliczany w cenach rynkowych lub w cenach czynników produkcji (bieżących lub stałych). Bywa obliczany metodą sumowania produktów, dochodów lub wydatków. Przywoływany jako odniesienie do procesów kształtowania stabilizacji makroekonomicznej ujawnia jednak swoją niedoskonałość, bowiem nie uwzględnia w rachunku wielu działań gospodarczych i ich wyborów. Są nimi przede wszystkim: działalność o charakterze nierynkowym i jej efekty; dobra uciążliwe dla życia, powstałe w procesie produkcji jako zanieczyszczenie środowiska; działalność w gospodarstwach domowych tworząca wartości czasu wolnego, a także produkcja i usługi nie rejestrowane w celu uniknięcia podatków⁹.

Na stabilność makroekonomiczną trzeba również patrzeć jako na konfigurację wskaźników makroekonomicznych, które stanowią podstawę do działań na rzecz zapewnienia zrównoważonego wzrostu gospodarczego¹⁰. Ten zaś należy postrzegać jako mierzalną kategorię ekonomiczną, która odzwierciedla roczny przyrost wartości produkcji dóbr i świadczonych usług w danym kraju.

Międzynarodowe organizacje gospodarcze (jak OECD, MFW, BŚ) natomiast postrzegają

stabilność makroekonomiczną jako długookresową równowagę między kluczowymi relacjami w gospodarce, jak i między popytem krajowym a krajową produkcją, saldem płatności, dochodami, wydatkami budżetowymi, oszczędnościami oraz inwestycjami.

Literatura ekonomiczna traktująca o stabilności makroekonomicznej przywołuje kilka metod jej identyfikacji. W przeszłości był to zbiór wskaźników makroekonomicznych, z których każdy z osobna opisywał pewien poziom rzeczywistości społeczno-gospodarczej. Obecnie stanowią one bazę danych makroekonomicznych opisujących podstawowe tendencje rozwoju społeczno-gospodarczego kraju. Są prezentowane zgodnie z Polską Klasyfikacją Działalności Gospodarczej (PKD 2007) opracowaną na podstawie metodologii Statystycznej Działalności Gospodarczej we Wspólnocie Europejskiej, która odnosi się obecnie do pięciu obszarów: przemysłu, budownictwa, usług rynkowych i rolnictwa, usług nierynkowych oraz usług biznesowych (od bieżącego roku).

Obecnie, jedną z wiodących metod oceny stabilności makroekonomicznej jest metoda pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej (PSM) – nawiązująca do metody oceny kondycji gospodarki (autorstwa A.W. Philipsa i R. Mundella) – a opracowanej w Instytucie Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego na początku lat 90. XX wieku, a następnie kilkakrotnie unowocześnianej¹¹. Odwołuje się ona

9 Por. Z. Stachowiak, B. Stachowiak, *Ekonomia gospodarki rynkowej. Ujęcie instytucjonalne*, t. 3: *Makroekonomia*, AON, Warszawa 2015.

10 Por. M. Gorynia, E. Łażniewska, *Kompendium wiedzy o konkurencyjności*, WN PWN, Warszawa 2009, s. 145.

11 Pięciokąt stabilizacji makroekonomicznej przedstawili m.in. G.W. Kołodko (*Polityka finansowa – transformacja – wzrost*, Wydawnictwo Instytut Finansów, Warszawa 1991; *Kwadratura pięciokąta...*); S. Bukowski i J. Misala, (J. Misala, S. Bukowski, *Stabilizacja makroekonomiczna w Polsce ...*); J. Misala, *Stabilizacja makroekonomiczna w Polsce w okresie transformacji ze szczególnym uwzględnieniem deficytów bliźniaczych*, <http://www.we.radom.pl/pliki/upload/pb3.pdf>); Z. Matkowski i R. Rapacki, *The Economic Situation and the Progress of Market Reforms*, [w:] *New Europe. Report on Transformation*, red. D. Rosati, Instytut Wschodni, Warszawa–Krynica 2005) oraz M. Walawski (*Stabilizacja makroekonomiczna gospodarki*

do pięciu cech – wskaźników makroekonomicznych w odniesieniu do każdego roku – które powinny zapewnić trwałość gospodarki. Są nimi w $\frac{3}{4}$ wartości następujących kategorii makroekonomicznych: rocznej stopy wzrostu produktu krajowego (PKB / GPI); stopy bezrobocia (U), odsetka siły roboczej zdolnej do podjęcia pracy do liczby zatrudnionych w gospodarce; stopy inflacji (CPI); stopy zadłużenia sektora rządowego (G) jako relacji salda budżetu do PKB; oraz stopy zadłużenia zagranicznego (mierzonej jako stosunek salda obrotów bieżących do PKB).

Prezentowane są one w modelu pięciokąta, którego wierzchołki są tak wyskalowane, że lepszą sytuację odzwierciedla punkt położony dalej od centrum pięciokąta. Powierzchnia pięciokąta jest sumą powierzchni pięciu trójkątów: A – trójkąta sfery realnej, wyznaczonego przez stopę wzrostu PKB i stopę bezrobocia; B – trójkąta stagflacji (lub slumpflacji) wyznaczonego przez stopy bezrobocia i stopy inflacji; C – trójkąta budżetu i inflacji, wyznaczonego przez stopę inflacji i salda budżetu; D – trójkąta równowagi finansowej, określonego przez saldo budżetu i obrotów bieżących; E – trójkąta sektora zewnętrznego, który jest wyznaczany przez saldo obrotów bieżących i dynamikę PKB. Wskazane trzy pola trójkątów (A, B, C) zależą od czynników wewnętrznych, zaś pola trójkątów (D, E) od czynników zewnętrznych.

Całkowity obszar PSM określa wzór:

$$PSM = [(\Delta GDP \times U) + (U \times CPI) + (CPI \times G) + (G \times CA) + (CA \times \Delta GDP)] \times K$$

gdzie wielkość współczynnika K jest określona na poziomie 0,475 będącego wartością połowy sinusa kąta ($1/2 \sin 72^\circ$) przy centralnym wierzchołku każdego z trójkątów. Im większe jest pole PSM, tym korzystniejsza jest sytuacja w zakresie stabilności ekonomicznej¹².

Zaznaczyć przy tym trzeba, iż pięciokąt wskazuje na jednakową wagę przypisaną poszczególnym zmiennym, a tym samym poszczególnym obszarom. Oznacza to, że zmiana jakiegokolwiek wskaźnika skutkuje także zmianą pól poszczególnych trójkątów, a w konsekwencji pola całego pięciokąta. Powiększenie pola należy interpretować jako poprawę stabilizacji makroekonomicznej, natomiast zmniejszenie – jako pogorszenie stabilizacji makroekonomicznej. Metoda PSM pozwala również na wnioskowanie o kierunkach i źródłach stabilizacji lub destabilizacji makroekonomicznej.

Pomiar stabilności makroekonomicznej ściśle wiązał się z charakterem proponowanej metodologii, zwłaszcza z charakterem informacji, na bazie których określa się, czy to są dane historyczne, bieżące, czy też mające charakter prognoz makroekonomicznych. Podkreślić trzeba także, iż osiągnięcie optimum – to jest jednocześnie pięciu kryteriów – w metodzie PSM nie jest możliwe. Między wskaźnikami pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej ujawnia się zależność „coś za coś”, czyli osiągnięcie jednego celu pociąga za sobą koszt alternatywny wobec pozostałych.

1.2. ZNACZENIE DYNAMIKI WZROSTU PRODUKTU KRAJOWEGO BRUTTO W KONTEKŚCIE STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ

Problematyka stabilności makroekonomicznej wyznacza szeroki obszar determinant wzrostu (rozwoju) gospodarczego. Te zaś trzeba rozpatrywać jako dynamiczny układ makroekonomiczny, charakteryzujący się zrównoważeniem strumieni i zasobów w określonych warunkach strukturalnych i instytucjonalnych pozwalających na optymalne wykorzystanie dyspozycyjnych mocy wytwórczych

rosyjskiej w latach 1997–2012, „Studia Oeconomica Posnaniensia”, Poznań 2015, t. 3, nr 4).

12 Por. G.W. Kołodko, *Kwadratura ...*

gospodarki¹³. Taką sytuację może zapewnić powiązany układ funkcji zagregowanego popytu i zagregowanej podaży dla wszystkich czynników wytwórczych oraz wytworzonych dóbr i świadczonych usług. W nim trzeba widzieć bowiem również przesłanki do utrwalenia stabilności makroekonomicznej w praktyce gospodarczej¹⁴.

Kwestia zmian dynamiki PKB wiąże się ściśle ze wzmocnieniem lub osłabianiem stabilności makroekonomicznej. Wiedza o tendencjach jego kształtowania jest niezbędna do oceny sytuacji gospodarczej wpływającej na możliwości inwestycji z punktu widzenia ryzyka ich realizacji. Była ona istotna nie tylko dla inwestorów krajowych, ale też instytucji międzynarodowych i agencji ratingowych, które miały wpływ na ocenę ryzyka inwestycyjnego. Metoda ta pozwala szybciej reagować na pojawiające się nierównowagi.

Świadomość znaczenia dynamiki PKB odzwierciedlającej wzrost gospodarczy (aktywność gospodarczą) ma Unia Europejska, która uruchomiła (od 2012) procedurę analiz makroekonomicznych 12 wskaźników, których efektem jest coroczne opracowanie *The Alert Mechanism Report*. Identyfikuje ono źródła nierównowagi w oparciu o średnie z kilku okresów. Oprócz zalet – do których należy zaliczyć sygnalizowanie zagrożeń – ujawniają się także niedoskonałości tego podejścia. Ich wyrazem w określonej sytuacji – np. uwzględnienia w średniej wskaźników: z roku o dobrej koniunkturze, w drugim roku o koniunkturze problematycznej; a w trzecim roku o słabej koniunkturze – może być sygnalizacja zagrożenia z opóźnieniem. Sugeruje się przy tym, aby średnie nie dotyczyły zbyt długich okresów.

W odniesieniu do każdego ze wskaźników zostały określone progi ostrożnościowe, których naruszenie wiąże się z koniecznością uruchomienia odpowiednich bodźców ze strony ugrupowania.

W odniesieniu do polskiej gospodarki, wskaźnikiem który znacząco odbiega od progu ostrożnościowego jest wskaźnik określający międzynarodową pozycję inwestycyjną netto (określaną jako różnica między aktywami i pasywami zagranicznymi wszystkich podmiotów gospodarczych w relacji do PKB).

1.3. OBECNA SYTUACJA I WYZWANIA DLA POLSKIEJ GOSPODARKI POD KĄTEM KSZTAŁTOWANIA SIĘ DYNAMIKI PKB

Analiza kształtowania się dynamiki PKB w Polsce z punktu widzenia stabilności makroekonomicznej dowodzi, iż w drugiej dekadzie i na początku trzeciej XXI wieku dynamika wzrostu PKB kształtowała się w sposób zróżnicowany¹⁵. Procesy osłabienia wzrostu, które wystąpiły w 2011 roku i dno osiągnęły w 2012 roku zostały odwrócone w roku 2013 (czego wyrazem stał się szybki wzrost aktywności gospodarczej), które po krótkim spowolnieniu w 2016 roku ponownie ujawniły się w roku 2017 i utrzymały się przez rok 2018, by ujawnić tendencję do osłabiania w 2019 roku. Osłabienie aktywności gospodarczej z największą siłą wystąpiło jednak w 2020 roku. Przyczyn tej sytuacji należy upatrywać w spadku popytu krajowego, przede wszystkim za przyczyną

13 Por. tenże, *Polityka finansowa...*

14 Por. I. Walras, *Elements...*; V. Pareto, *Uczucia i działania. Fragmenty socjologiczne*, tłum. M. Dobrowolska, M. Rozpędowska, A. Zinserling, WN PWN, Warszawa 1994.

15 Por. *Sytuacja makroekonomiczna w Polsce na tle procesów w gospodarce światowej w 2020 r.*, GUS, Warszawa 2021, s. 71–73; *NBP Raport Roczny 2021*, NBP, Warszawa 2022, s. 154; *NBP. Sytuacja makroekonomiczna w Polsce na tle procesów w gospodarce światowej w 2020 r.*, NBP, Warszawa 2021, s. 43 i dalsze, *Sytuacja społeczno-gospodarcza w kraju w 2021 r.*, Analizy Statystyczne 12/2021, GUS, Warszawa 2021, s. 111–115.

osłabienia akumulacji – w tym nakładów brutto na środki trwałe. Sytuację tę dodatkowo wzmacniały konsekwencje pandemii Covid-19. Natomiast łagodziło tę sytuację dodatnie saldo obrotów z zagranicą, do czego przyczynił się wyraźny spadek importu.

Dynamika PKB osłabła w 2020 roku do -2,2% (wg cen stałych roku poprzedniego)¹⁶.

W ujęciu realnym obniżył się on o 2,7% i był to pierwszy rok spadku od początku lat 90.¹⁷ Sytuacja ta, obok uwarunkowań krajowych, była także pochodną konsekwencji pandemii Covid-19 w wielu sferach działalności gospodarczej. W 2021 roku odnotowano symptomy ożywienia gospodarczego, co wyraziło się wzrostem PKB o 5,9%¹⁸.

W latach 2013–2021 głównymi komponentami dynamiki PKB był popyt krajowy (najmniejsza dynamika w 2013 roku bo -0,6%, a największa +7,7% w 2021 roku wg cen stałych roku poprzedniego) – zarówno po stronie spożycia (najmniejsza -1,0% w 2020 roku, a największa +5,3% w 2021), jak i akumulacji (najmniejsza -19,2% w 2020 roku, a największa +17,7% w 2021). W analizowanym okresie była również dalece zróżnicowana dynamika eksportu (od 0,0% w 2020 roku do 11,8% w 2021) i importu (bo od -1,1% w 2020 roku do +15,9% w 2021)¹⁹.

Wkład do rocznej dynamiki PKB w punktach procentowych według cen stałych roku poprzedniego był w odniesieniu do popytu krajowego najmniejszy w 2020 roku i wynosił -2,8%, a największy w 2021 roku, gdy wyniósł +7,1%. Podobnie sytuacja ukształtowała się w odniesieniu do spożycia (-0,7% i + 4,0), akumulacji (-10,2% i + 17,7%) oraz eksportu netto (od +0,6% do -1,2%). W 2021 roku wartość spożycia według cen bieżących stanowiła 75,1%

wartości PKB (który ukształtował się na poziomie 26 22,2 mld PLN), wartość akumulacji 20,1% PKB, a wartość eksportu netto 1,7% PKB²⁰.

Na strukturę wartości dodanej wynoszącej w 2021 roku 86,9% PKB największy wpływ – według klasyfikacji PKD – miały usługi rynkowe i rolnictwo (45,1%), dalej przemysł (23,4%), usługi nierynkowe (12,7%), a najmniej budownictwo (5,8%)²¹.

Dokonując zaś analizy wkładu do rocznej dynamiki PKB (w punktach procentowych, wg cen stałych rok do roku), trzeba zauważyć przełożenie tendencji dotyczącej wkładu w dynamikę całego popytu krajowego (-2,8% w 2020 roku i + 7,1% w 2021 roku) na spożycie (-0,7% i + 4,0%), i akumulację (-2,1% i +3,1%). Natomiast wkład eksport netto był większy w 2020 roku (+0,6%) niż w 2021 roku (-1,2%).

Natomiast według klasyfikacji sfer działalności gospodarczej PKD, w odniesieniu do usług rynkowych i rolnictwa najmniejszy był w 2020 roku (-1,3%), a największy w 2017 roku (+2,8%); dla przemysłu najmniejszy w 2020 roku (-0,8%), a największy w 2021 roku (+3,5%). Podobnie budownictwo najmniejszy wkład wniosło w 2020 roku (-0,6%), a największy w 2018 roku (+0,8%). Z kolei usługi nierynkowe największy wkład wniosły w 2019 roku (+0,6%), a najmniejszy w 2013 roku (+0,1%)²².

Mimo względnie wysokiej dynamiki wzrostu PKB ujawniały się w poszczególnych latach zakłócenia stabilności makroekonomicznej lub ryzyka ich wystąpienia. Przyczyn ich wystąpienia trzeba się doszukiwać zarówno w czynnikach wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Z punktu widzenia poziomu i dynamiki zmian głównych wielkości makroekonomicznych najbliższe wymaganiom stabilizacji makroekonomicznej były lata 2016 i 2017.

16 Por. *NBP Raport...*, s. 174.

17 Por. *Sytuacja...*, s. 72.

18 Por. *NBP Raport...*, s. 174.

19 Tamże.

20 Tamże.

21 Tamże.

22 Tamże.

1.4. MOŻLIWOŚCI DZIAŁAŃ STYMULUJĄCYCH DYNAMIKĘ PKB W CELU ZWIĘKSZENIA STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ

Osiągnięcie i utrzymanie stabilizacji makroekonomicznej w gospodarce – traktowanej jako system naczyń połączonych – jest zadaniem trudnym. Wynika to z faktu, iż zmiana jednego wskaźnika gospodarczego będzie oddziaływać na inny wskaźnik gospodarczy, uzewnętrzniając różne oceny.

Z punktu widzenia poprawności ocen stabilizacji makroekonomicznej wydaje się pożądane szersze odniesienie się do tego problemu, a nie tylko do wzrostu dynamiki i wolumenu PKB. Pożytecznym kierunkiem rozważań byłoby przywołanie jako kryteriów oceny stabilizacji także innych wskaźników makroekonomicznych choćby tych analizowanych w niniejszym opracowaniu.

W procesach kształtowania stabilności makroekonomicznej i ocenach tejże cełowym wydaje się również wykorzystanie Procedury Nierównowagi Makroekonomicznej (*Macroeconomic Imbalance Procedure* – MIP) opracowanej przez Komisję Europejską do identyfikacji i oceny ryzyk i nierównowag makroekonomicznych we wczesnych fazach ich powstawania w oparciu o zestawy danych statystycznych w tym także zmian dynamiki PKB. Odwołuje się ona do 11 wskaźników odnoszących się do nierównowagi wewnętrznej i konkurencyjności oraz równowagi zewnętrznej. System tych wskaźników pozwala na wczesne wykrywanie i ostrzeganie przed niebezpieczeństwem wynikającym z nierównowag makroekonomicznych. Wyniki tych analiz są zamieszczane (poczynając od 2012 roku) w raporcie AMR (*The Alert Mechanism Report*). Ich cechą charakterystyczną jest przywoływanie zestawu wskaźników pomocniczych, w odniesieniu do których określono progi ostrożnościowe.

Przywołane metody analizowania i oceny stabilności makroekonomicznej należy traktować jako wstęp do dalszych i pogłębionych badań. Powinny one koncentrować uwagę na uwarunkowaniach realizacyjnych makroekonomicznej polityki stabilizacyjnej tak z punktu widzenia czynników ją wzmacniających, jak i ograniczających.

Analizy i oceny powinny skupić się przede wszystkim na opóźnieniach realizacji procesu stabilizacji makroekonomicznej z punktu widzenia niespójności w czasie i konsekwencji przewidywań. Są one pochodną opóźnień w rozpoznaniu sytuacji gospodarczej (jako konsekwencji zebrania, przetwarzania i zinterpretowania odpowiednio dobranych informacji); opóźnień administracyjnych (jako wyniku nietrafnego przewidzenia czasu wprowadzenia w życie stosownych przedsięwzięć) oraz opóźnień oddziaływania (to jest czasu oczekiwania na ich efekty). Koncentracja uwagi na nich jest istotna ze względu na ich wpływ na kształt polityki fiskalnej, pieniężnej, antyinflacyjnej, a także przeciwdziałania bezrobociu i zwiększania zatrudnienia.

Odwoływanie się do PKB jako weryfikatora stabilności makroekonomicznej wobec daleko idącej niedoskonałości zdaje się sugerować potrzebę rewizji relacji stabilności ekonomicznej nie do PKB jako syntetycznego miernika, ale do mierników hybrydowych, jak np. wskaźnik autentycznego postępu (GPI), czy też wskaźnika dobrobytu ekonomicznego (DEN), a także innych.

Wzrost dynamiki PKB jest istotnym czynnikiem kształtowania stabilizacji makroekonomicznej kraju oraz podniesienia poziomu dobrobytu materialnego społeczeństwa. Prowadzona polityka gospodarcza państwa, dążąca do dynamizacji wzrostu PKB, ma znaczny wpływ na osiągnięty jego poziom. Nie oznacza to jednak, iż te działania nie mogły by być skuteczniejsze.

W obecnych warunkach rozwojowych kraju, obciążonych zewnętrznymi warunkami

politycznymi, gospodarczymi i społecznymi, a także militarnymi, szanse prowadzenia skutecznej polityki gospodarczej, której efektem byłyby trwałe wzrost gospodarczy należy ocenić jako umiarkowany. Na przeszkodzie jego zdynamizowania stoi opozycyjna w znacznej mierze polityka rządu wobec Komisji Unii Europejskiej, blokująca dostęp do środków unijnych. W tej sytuacji, nie ma podstaw by sądzić, że w najbliższym czasie będzie ona bardziej skuteczna. Brak zasilania zewnętrznego – z Unii Europejskiej – nie pozwala oczekiwać poprawy ocen poziomu efektów realnego wzrostu PKB.

W dalszej przyszłości, w sytuacji dużego i mobilnego potencjału gospodarczego państwa oraz stabilizacji zewnętrznych uwarunkowań rozwojowych (polityczno-militarnych ze wschodnim sąsiadem – Rosja – i prawno-gospodarczych z południowym sąsiadem – Czechy – a także zmianach w strukturze władzy obecnego, jak i przyszłego układu koalicyjnego) należy prognozować działania na rzecz uruchomienia sił sprawczych krajowej polityki gospodarczej dynamizujących wzrost PKB. W perspektywie długoterminowej, możliwości wytwórcze krajowej gospodarki związane z oczekiwaną dynamiką wzrostu PKB należy ocenić jako umiarkowane. Wpływa na to przede wszystkim dostępność i ceny czynników produkcji oraz realizacja pozornej samodzielności gospodarczej. Pierwsze z wskazanych przesłanek mają charakter obiektywny. Natomiast drugie są wyrazem nierealistycznych, często woluntarystycznych, decyzji społecznych i gospodarczych po stronie wydatków konsumpcyjnych, inwestycyjnych i publicznych. Jako takie wymagają one rewizji.

Dynamika PKB w Polsce jest obecnie zależna przede wszystkim od czynników zewnętrznych, głównie europejskich (finansowych, militarnych), które jednak są ściśle

związane z problemami i zagrożeniami we współczesnym świecie. Nie bez znaczenia jest jednak także wpływ na dynamikę PKB czynników o podłożu krajowym będących pochodną konfliktu rządu z władzami Unii Europejskiej w kwestii praworządności.

Prowadzona polityka gospodarcza w zakresie stymulacji wzrostu PKB dla osiągnięcia stabilizacji makroekonomicznej uzyskuje akceptację społeczeństwa, jednak przy dużych zastrzeżeniach do niej. Oceny społeczne w tym względzie są dalece podzielone i zmienne, na co wskazują wyniki badań sondażowych. Dominującymi wydają się być stanowiska formułujące duże zastrzeżenia. Istnieje jednak – na co wskazują badania opinii społecznej – duża presja społeczna, polityczna i gospodarcza na rzecz osiągnięcia takiego poziomu dynamiki PKB, która by pozwoliła zapewnić pożądany poziom reprodukcji społecznej i konkurencyjności gospodarczej, a w konsekwencji akceptowany poziom dobrobytu materialnego społeczeństwa.

Generalnie oceniając, istnieje w kraju potencjał naukowy dający podstawy teoretyczne do wypracowania działań na rzecz osiągnięcia akceptowalnego społecznie wzrostu PKB ukierunkowanego na pożądany poziom stabilizacji makroekonomicznej. Podstawą do takiej oceny jest dorobek naukowy polskich środowisk naukowych. Nie należy przy tym odżegnywać się od dorobku zagranicznych ośrodków naukowych, zwłaszcza tych które wypracowują metodologię badań stabilizacji makroekonomicznej oraz publikują stosowne raporty. Celowym byłoby jednak podjęcie głębszych dociekań nad konstrukcją modelowego wskaźnika stabilizacji makroekonomicznej uwzględniającej, obok komponentów ilościowych (wzrostowych), także komponenty jakościowe (rozwojowe), co byłoby nawiązaniem do poszukiwań eliminującym niedoskonałość wskaźnika PKB.

ROZDZIAŁ II

ROLA STOPY BEZROBOCIA W STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ



2.1. METODOLOGIA OPISU PROBLEMATYKI WPŁYWU POZIOMU STOPY BEZROBOCIA NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA

Znaczenie rynku pracy dla stabilności makroekonomicznej państwa jest zagadnieniem, które w Polsce jest szczególnie obecne w literaturze przedmiotu od czasu transformacji ustrojowej i gospodarczej. Przemiany zapoczątkowane w 1989 roku wprowadziły nowe spojrzenie na rynek pracy w kategoriach ekonomicznych: podaż pracy, popyt na pracę, zasoby pracy. Gospodarka przestała funkcjonować w dychotomicznym układzie podziału na dział środków produkcji i dział środków konsumpcji, tzw. bazy i nadbudowy. Podaż i popyt na pracę zaczęły być analizowane w kategoriach ilościowych i jakościowych. Definitywnie, za osoby bezrobotne należy uznać ogół osób aktywnie poszukujących pracy. Pojęcie bezrobocia w ujęciu realnym pojawiło się w okresie powojennym w okresie transformacji, już w I kwartale 1990 roku. Liczba osób bezrobotnych przekroczyła wówczas 100 tys. Istnieje pogląd, iż zatrudnienie socjalne, dominujące w schyłkowym okresie PRL, było redukowane dopiero w połowie

lat 90. Zahamowanie prywatyzacji było powiązane z wysoką inflacją, trudnością w rzetelnej wycenie podmiotów gospodarczych, a co za tym idzie, utrzymywaniem się zawyżonego zatrudnienia. Uległo to zmianie w kolejnych okresach, zwłaszcza w latach 1995–1997, które charakteryzowały się szybkim tempem przyrostu PKB (5–7% r/r) i ustabilizowaniem wartości pieniądza.

W ekonomicznej teorii neoklasycznej zakładano, iż kluczowymi elementami stabilności makroekonomicznej w warunkach niskiej inflacji jest zrównoważony budżet i niski udział wydatków sektora publicznego w PKB. Wpływają one na wzrost poziomu inwestycji zagranicznych oraz rozwój sektora prywatnego. W efekcie – na tworzenie nowych miejsc pracy i ograniczenie poziomu bezrobocia. Pojawienie się bezrobocia ma świadczyć o zakłóceniach mechanizmu rynkowego. Jednakże uznaje się, iż istnienie tzw. bezrobocia frykcyjnego, o nieredukowalnym poziomie, jest zjawiskiem akceptowalnym i przyjętym jako dopuszczalne w praktyce gospodarczej opisanej w literaturze przedmiotu. W poniższym rozdziale przyjęto tezę, iż kluczowym wskaźnikiem stabilności makroekonomicznej jest adekwatny przyrost PKB, na który wpływ

ma stopa zatrudnienia w gospodarce. Jak należy zatem traktować tę odpowiedniość? Bank Światowy ocenia zamożność gospodarek przez pryzmat poziomu PKB per capita, czyli na głowę mieszkańca danego kraju, wprowadzając rozróżnienie państw o niskim, średnim i wysokim dochodzie²³.

Temat pułapki średniego dochodu był obecny w dyskursie ekonomicznym w okresie przedpandemicznym. Niektórzy ekonomiści uważali wówczas, iż wzrost na poziomie 3–4% r/r jest mało ambitny, zwłaszcza dla Polski. Dostępne dane wskazują, iż od lat 60. XX wieku do 2008 roku jedynie 13 ze 101 krajów o średnim dochodzie osiągnęło wyższy poziom państwa o wysokim dochodzie²⁴. Komu zatem może grozić pułapka średniego dochodu? Podstawowymi zagrożeniami, które prowadzić mogą do wejścia w pułapkę średniego dochodu, są czynniki, które w okresie przed akcesją unijną decydowały o tzw. przewadze komparatywnej polskich towarów i usług na zjednoczonym rynku. Należały do nich niskie koszty zatrudnienia, duże rezerwy nieźle wykształconych zasobów pracy i proeksportowy model gospodarki²⁵. Wskazuje się także na wieloletnią słabość złotego, która stanowiła obiektywne wsparcie eksportu towarów i produktów do dalszej obróbki. Kolejnym ograniczeniem rozwoju gospodarki, obecnym na polskim rynku pracy od wielu lat, jest trwały trend zmniejszania się nowych zasobów pracy, z uwagi na starzenie się społeczeństwa, obniżenie wieku emerytalnego, niską dzietność. Globalne spowolnienie oraz problemy z pozyskaniem środków, przy braku krajowego kapitału do wykorzystania, czynią problematyczną realizację poważnych

programów inwestycyjnych. Analiza debiutów giełdowych (tzw. IPO) na rynkach europejskich i światowych wskazuje na wyraźne pogorszenie klimatu inwestycyjnego i obniżeniu apetytu na ryzyko. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w III kwartale 2022 roku miał miejsce jeden debiut wobec 10 w analogicznym okresie roku ubiegłego. Dotyczył on rynku NewConnect, wartość przeprowadzonej oferty wyniosła 36,8 mln zł. Było to mniej o 96,4% r/r, w którym wartość IPO w GPW przekroczyła 1 mld zł²⁶.

Wspierając postawioną tezę główną, trzeba stwierdzić, iż poziom bezrobocia i utrzymywanie odpowiedniej stopy zatrudnienia wpływa pozytywnie na poziom PKB per capita. Należy w tym miejscu odnotować, iż w krajach o tzw. złej demografii²⁷, do których zalicza się Polska, produkt per capita rośnie bardziej dynamicznie. Jest to paradoks rozwojowy, jednakże jego znaczenie należy rozpatrywać zasadniczo w perspektywie krótkoterminowej.

2.2. EKONOMIA RYNKU PRACY, POWIĄZANIA Z POLITYKĄ WZROSTU GOSPODARCZEGO

Problematyka powiązania produktu krajowego z bezrobociem jest poruszana w teoriach ekonomicznych od czasu tworzenia modelu rynkowego w gospodarce. W okresie powojennym, w okresie rozkwitu teorii neoliberalnej, najbardziej znane modelowanie przypisuje się badaniom Friedmana–Phelpsa oraz Lukasa–Rappingsa²⁸. W Polsce rozwój nauk społecznych

23 Por. Borucki B., *Czy wpadliśmy w pułapkę średniego dochodu?*, Rankomat.pl, 4.10.2021, <https://finanse.rankomat.pl/poradniki/pulapka-sredniego-dochodu/>.

24 Tamże.

25 Patrz: A. Zielińska-Głębocka, T. Tomaszewski, J. Kwiatkowski, *Zróżnicowanie i stany nierównowagi w gospodarce*, Wydawnictwo UG, Gdańsk 2021.

26 Raport IPO Watch Europe, por. <https://forsal.pl/finanse/gielda/artykuly/8590068,w-iii-kw-2022-roku-na-gpw-odnotowano-1-ipo-w-europie-12.html> [data dostępu: 11.12. 2022].

27 Por. A. Ziomał, *Produkt krajowy a bezrobocie*, Wydawnictwo WSB, Poznań 2006, s. 7.

28 Por. M. Okólski, *Demografia*, PWE, Warszawa 2004.

w kontekście rynkowym nastąpił po przełomie ustrojowym 1989 roku i z uwagi na ekonomiczny wymiar rynku pracy. Pojawiła się polityka rynku pracy, jako wyraz reakcji państwa na wdrożenie do gospodarki mechanizmu rynkowego oraz potrzeby zabezpieczenia interesów osób gwałtownie tracących pracę na początku lat 90. Efektem formalnym tej polityki było stworzenie sieci urzędów pracy, z centralnym Urzędem Pracy (jako odpowiedź na skokowy wzrost bezrobocia), który podlegał resortowi pracy i polityki społecznej. Polityka rynku pracy tego okresu, w której uczestniczył autor rozdziału, była odpowiednia do ówczesnego stanu umiejętności reakcji państwa na skokowy wzrost bezrobocia, powiązany z upadkiem po-PRL-owskich przedsiębiorstw państwowych. Zmienność polityczna konfiguracji rządowych oraz wektorów w polityce społecznej doprowadziły z czasem do wprowadzenia administracji pracy w domenę samorządów. Z czasem, centralny Urząd Pracy został zlikwidowany, co świadczyło o odejściu od centralnej polityki w zarządzaniu bieżącą polityką rynku pracy. Podstawowymi celami polityki rynku pracy są: osiągnięcie wysokiej stopy zatrudnienia i niskiego poziomu bezrobocia, w otoczeniu odpowiedniego poziomu wzrostu gospodarczego oraz niskiej i stabilnej inflacji²⁹. Oznacza to, iż ten parametr makroekonomiczny nabiera obecnie kluczowego znaczenia z uwagi na fakt, iż poziom inflacji osiągnął dwucyfrowy wskaźnik, nienotowany w latach ubiegłych³⁰. Wpływa to na sytuację zarówno popytu, jak i podaży na pracę, oczekiwania płacowe pracowników, możliwości pracodawców, angażowanie się państwa w politykę rynku pracy.

Sytuacja na rynku pracy w Polsce w okresie pandemicznym i w kolejnym była stabilna z uwagi na wdrożenie przez rząd kolejnych

tarcz finansowych, które obejmowały zwolnienia z danin składowych i odroczeniem wielu danin. Przykładowo, w ramach Tarczy 1.0 Polski Fundusz Rozwoju zrealizował tarczę finansową PFR dla firm i pracowników. Był to ówczesny, początkowy program pomocowy w ramach szerokiej tarczy antykryzysowej, w którym 348 tys. mikrofirm (zatrudniających co najmniej 1 pracownika) oraz firm małych, średnich otrzymało częściowo bezzwrotne subwencje finansowe na łączną kwotę prawie 61 mld zł³¹.

Podobnie w okresie pandemii działał Zakład Ubezpieczeń Społecznych. Przykładowo, w pierwszym roku pandemii, w ramach środków z Funduszu Przeciwdziałania Covid-19, przeznaczył na różne cele 28,3 mln zł. W szczególności na ubytek składek wynikających ze zwolnienia niektórych płatników z obowiązku ich opłacania oraz ubytku składek wynikających ze zwolnienia ubezpieczonych od wykonywania pracy w związku z korzystaniem z dodatkowego zasiłku opiekuńczego. Ponadto, finansowano ubytek składek wynikających ze zwolnienia ubezpieczonych od wykonywania pracy w związku z korzystaniem z zasiłku chorobowego. Pokryto także koszty wypłaconych dodatkowych zasiłków opiekuńczych, zasiłków chorobowych oraz koszty wypłaconych zasiłków pogrzebowych będących skutkiem epidemii Covid-19³².

W październiku b.r. GUS dokonał rewizji miesięcznej stopy bezrobocia rejestrowanego w okresie od grudnia 2021 roku do sierpnia 2022 roku. W efekcie korekty stopa bezrobocia dla Polski jest wyższa ogółem o 0,3–0,5 punktów procentowych względem wcześniej opublikowanych danych. Oznacza to jednak, uwzględniając politykę osłonową, która była wdrażana w ostatnich 3 latach, iż stopa

29 M. Zieliński, *Rynek pracy w teoriach ekonomicznych*, CeDeWu, Warszawa 2017, s. 83.

30 Por. stat.gus.pl.

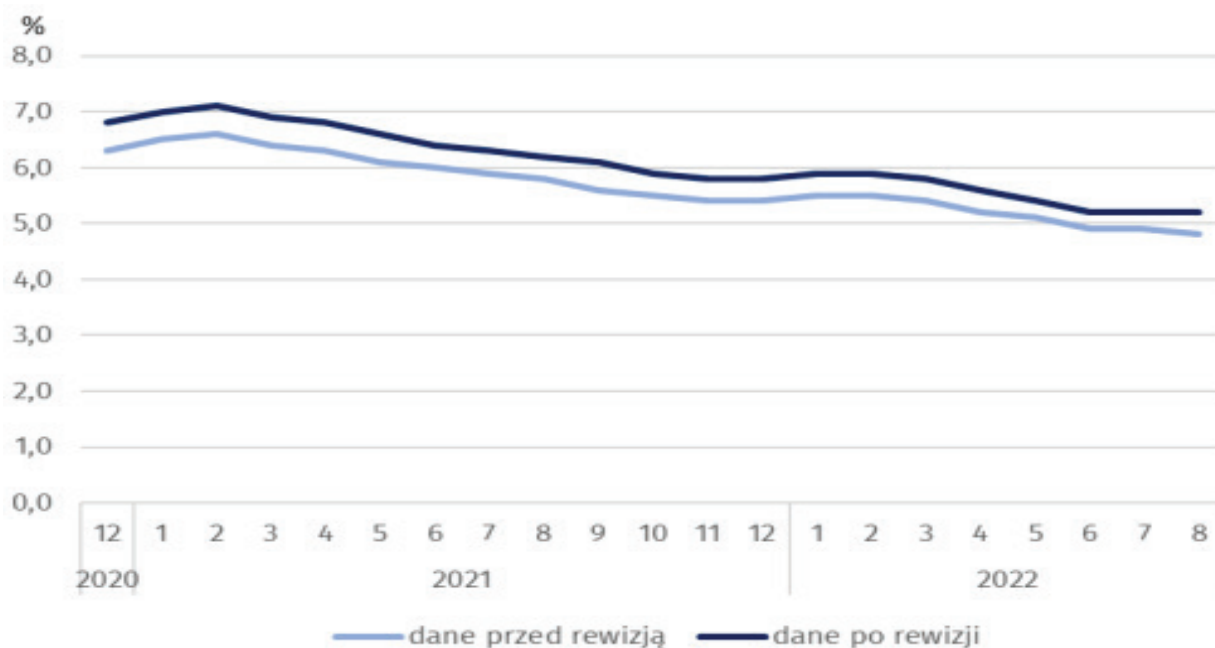
31 Por. <https://pfrsa.pl/tarcza-finansowa-pfr/tarcza-finansowa-pfr-10.html>.

32 Por. ZUS.pl.

ROZDZIAŁ II. ROLA STOPY BEZROBOCIA W STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ

bezrobocia spadała w kolejnych okresach pomiaru³³. Liczba bezrobotnych zarejestrowanych według stanu na koniec września 2022 roku wyniosła 5,1%, zaś liczba bezrobotnych zarejestrowanych wyniosła 801,7 tys. osób. Najlepszą sytuację na rynku pracy odnotowano w Wielkopolsce (2,8%, poszukujących pracy 44,7 tys. osób). W województwie opolskim było jedynie 20,3 tys. osób bez pracy przy 6% poziomie bezrobocia. W największym województwie mazowieckim stopa bezrobocia wyniosła 4,2%, przy ponad 118 tys. osób poszukujących pracy³⁴.

Wykres 1. Stopa bezrobocia w Polsce w okresie od grudnia 2020 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS, X 2022 roku.

Informacje przekazywane przez firmy z różnych branż wskazują na możliwość poważnych zwolnień z uwagi na wysoki stan magazynowy i brak zleceń zarówno krajowych,

jak i zagranicznych. Awizowane ograniczenia zatrudnienia dotyczą firm o dużym potencjale i tradycjach produkcji. W IV kwartale b.r. zwiększa się liczba firm, które zapowiadają grupowe zwolnienia pracowników. Jest to związane z napotkaniem przez nie bariery popytowej na produkowane towary, m.in. autobusy, okna dachowe, łożyska toczne). Wysoki poziom inflacji i skokowy wzrost cen energii, przy wyraźnym spowolnieniu gospodarczym w krajach UE, zwłaszcza Niemiec i Francji, powoduje nacisk na obniżenie kosztów działalności. Przedsiębiorstwo MAN w Starachowicach awizuje zwolnienie 800 pracowników, firma Cerrad blisko 350 osób. Wcześniej uczyniły to duże

firmy – VELUX i FŁT w Kraśniku. Zmniejszenie zatrudnienia oczekuje się w polskich oddziałach Philips i Credit Suisse, które w skali globalnej planują zredukować zatrudnienie o 419 tys. osób. W przypadku sektora przemysłowego spodziewany wzrost bezrobocia wynika ze spadku zamówień eksportowych, globalnego spowolnienia i odczytów recesywnych.

33 Dane za GUS, 25.10.2022.

34 Tamże, stat.gov.pl.

2.3. KLASYCZNY MODEL FUNKCJONOWANIA RYNKU PRACY I JEGO ROZWINIĘCIE

Jednakże przykład Credit Suisse, dużej i renomowanej instytucji finansowej, która znalazła się na krawędzi bankructwa w 2022 roku, wskazuje, iż rola instytucji finansowych dla stabilności makroekonomicznej ma istotne znaczenie. Bank w trzecim kwartale bieżącego roku poniósł stratę w wysokości ok. 4 mld USD, którą obarczono zmiennością rynku i globalną sytuacją w gospodarce³⁵. Tymczasem ujawniono informację, że problemem banku było jego powiązanie z upadłym amerykańskim funduszem hedgingowym Archegos Capital, które obciążało CS na kwotę 5,5 mld USD. Ponadto wykryto brak efektywnego zarządzania obszarem ryzyka. W efekcie zarządzane aktywa banku spadły do wysokości 1,4 bln USD. Utrata zaufania klientów spowodowała wycofanie 54 mld USD, co przełożyło się na zapowiadaną restrukturyzację, ze zwolnieniami pracowników w skali globalnej³⁶.

2.3. KLASYCZNY MODEL FUNKCJONOWANIA RYNKU PRACY I JEGO ROZWINIĘCIE

Model ten związany jest z przyjęciem poglądu o istnieniu doskonałej konkurencji i założeniu równoważenia się strumieni podaży i popytu, który ma domyślny charakter. Na rynku pracy powinna funkcjonować duża liczba małych przedsiębiorców o podobnie skonstruowanych miejscach pracy, które znajdują zainteresowanych nimi pracowników. Na takim rynku nie ma przewag konkurencyjnych, a płaca jest kształtowana w sposób rynkowy, przy pełnej informacji i ruchliwości pracowników³⁷. Z uwagi na kształtowanie się modelu

klasycznego we wczesnym okresie tworzenia kapitalizmu, płace były miały zapewniać wyłącznie odtworzenie zdolności do jej świadczenia przez robotników. Pracodawcy mieli w tym czasie wyraźną przewagę nad pracownikami w kształtowaniu warunków pracy. Ich pierwsza regulacja miała miejsce w Niemczech w latach 1883–1889³⁸. Była to odpowiedź rządu Bismarcka na tworzące się partie socjalistyczne i prapoczątki związków zawodowych, które zaczęły się domagać godnego traktowania pracowników.

Najbardziej znany przedstawiciel szkoły klasycznej, Adam Smith, definiował płacę jako cenę kształtowaną przez rynek na poziomie minimalnym. Podobny pogląd prezentował David Ricardo, traktując poziom płac jako minimum pozwalające na „utrzymanie liczebności robotników na niezmiennym poziomie”³⁹. Aksjomaty szkoły klasycznej rozwinęły się w kolejnych dekadach i dotyczyły wprowadzenia perspektywy długoterminowej do analizy rynku pracy. Utrzymano tezę o pełnej wiedzy na temat rynku pracy, zracjonalizowanego podejścia pracodawców (maksymalizacja zysku) i pracowników (wysoka płaca)⁴⁰. W tym podejściu płaca realna jest mechanizmem równoważącym podaż pracy i popyt na nią, rynek jest w stanie równowagi. Wystąpienie bezrobocia należy traktować jako niedopasowanie związane z ograniczeniami ruchliwości pracowniczej.

W ostatnich latach, z uwagi na niekorzystny trend demograficzny, który w Polsce ujawnił się już w okresie przedakcesyjnym, problematyka migracji zaczęła zyskiwać na znaczeniu. Wynika to z faktu, iż Polska zalicza się do krajów o jednym z najniższych

35 Dane za: Polskie Radio24.pl/ IAR/ Reuters/ CNN/mib [dostęp: 26.11.2022].

36 Tamże.

37 M. Zieliński, *Rynek pracy w teoriach...*, s. 90.

38 Por. T. Zieliński, *Ubezpieczenie społeczne pracowników*, WN PWN, Warszawa 1993.

39 M. Zieliński, *Rynek pracy w teoriach...*, s. 84–85.

40 Tamże, s. 90.

przyrostów naturalnych w Europie i współczynników dzietności⁴¹. Należy dodać do tego najgorsze od czasu wystąpienia pandemii statystyki urodzin i zgonów. Oznaczają one, iż przeciętnie w okresie trzyletnim (2020–2022), liczba urodzeń osiągnie ok. 1,15 mln osób, a zgonów przekroczy 1,5 mln osób⁴². Tym samym wystąpi w Polsce luka ludnościowa sięgająca ok. 400 tys. osób, co oznacza kurczenie się liczebności polskiego społeczeństwa.

W powyżej sytuacji kluczowym czynnikiem dla starzejących się społeczeństw europejskich, w tym Polski, staje się imigracja. Od wielu lat, ze względów związanych z bezpieczeństwem, biedą i brakiem wolności notujemy wysoki przyrost imigrantów ze wschodu, zwłaszcza z Ukrainy i Białorusi. Wybuch wojny w lutym 2022 roku spowodował dodatkowy, duży napływ zwłaszcza ludności ukraińskiej, która znalazła w Polsce nie tylko schronienie, ale także możliwość zatrudnienia.

Migracja, począwszy od początku trzeciego milenium, zaczyna silnie oddziaływać na kształtowanie się zasobów pracy oraz trendu demograficznego, szczególnie w krajach rozwiniętych. Wynika to z faktu, iż współczynnik dzietności w krajach o wysokim PKB „per capita” jest niski i nie przekracza 1,5⁴³. Istotny wpływ na trendy demograficzne w niektórych krajach – obecnie również w Polsce – ma imigracja. Z obliczeń ONZ wynika, że w latach 2000–2020 w krajach o wysokim dochodzie wkład migracji we wzrost liczby ludności przewyższał wkład bilansu narodzin i zgonów. W pierwszym dwudziestolecu XXI wieku

napływ migrantów netto do krajów „bogaty” wyniósł 80,5 mln osób, podczas gdy nadwyżka narodzin nad zgonami stanowiła 66,2 mln. Państwa o wysokim dochodzie, do których w tej statystyce należy także Polska, notują i będą notować przewagę zgonów nad urodzinami⁴⁴. Tendencję tę wzmocniły: pandemia oraz kryzys na rynku energii, przekładający się na pogorszenie jakości powietrza i jakości ogrzewania gospodarstw domowych⁴⁵. Kraje o niskim i średnim dochodzie (z wyłączeniem Polski), będą na ścieżce dodatniego salda demograficznego i czynnik migracyjny nie będzie miał w nich tak dużego znaczenia. Negatywny wpływ pandemii na przyrost ludnościowy wydaje się być pomijalny w tych krajach, choć przeciętnie w populacji w latach 2019–2021 średnia oczekiwana długość życia człowieka spadła z 72,8 do 71 lat⁴⁶. Kurczenie się ludności Polski jest faktem, który potwierdzają dane statystyczne. Jedynie w 2022 roku, z uwagi na konflikt zbrojny na Ukrainie, nastąpił wzrost liczby ludności w Polsce. Szacuje się, iż w 2022 roku nadwyżka zgonów nad narodzinami w Polsce wyniesie ok. 125 tys. osób, chociaż nie jest to pewne i zgonów może być więcej. Współczynnik dzietności określa się na 1,46, na co ma wpływ napływ ludności uchodźczej. Czy istotnie ludność Polski skurczy się do 35 mln osób⁴⁷. Nie jest to wykluczone, a wpływ na to będzie miała np. trwałość impulsu imigracyjnego, który wpływa na stabilizację zasobów pracy i wpływów finansowych do systemu emerytalnego i podatkowego w kraju osiedlenia.

41 Tablice trwania życia 1990–2021, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ludnosc/trwanie-zycia/trwanie-zycia-tablice,1,1.html> [dostęp: 20.04.2023].

42 Tamże.

43 Dane za: Raport ONZ 2021, także raport Quant Tank: P. Strzelecki, K. Godyń, S. Kluza, *Demografia. Migracje. Rynek pracy w Polsce. Perspektywy po pandemii COVID-19 i wojnie w Ukrainie*, Wydawnictwo Jedność, Kielce 2022.

44 Por. <https://www.dw.com/pl/onz-liczba-ludno%C5%9Bci-na-%C5%9Bwiecie-ro%C5%9Bnie-co-rzaz-wolniej/a-62431830> [dostęp: 20.04.2023].

45 Por. *Zielony Ład do korekty*, „Analizy Międzynarodowe” 2022, nr 3.

46 Por. <https://zpe.gov.pl/a/procesy-demograficzne-na-swiecie/DTuUkK9ar> [dostęp: 20.04.2023].

47 Dane za: Raport ONZ 2021 r., także raport: P. Strzelecki, K. Godyń, S. Kluza, *Demografia. Migracje. Rynek pracy...*

Najnowsze dane wskazują, że w końcu września 2022 roku liczba cudzoziemców w ubezpieczeniu emerytalnym wyniosła 1,05 mln osób (o 44 tys. osób więcej aniżeli w sierpniu b.r.). Od wystąpienia pandemii w 2020 roku przyrost przystępowania do ubezpieczenia społecznego obcokrajowców jest wyraźny. Przypis składkowy jest wyższy o 402 tys. w porównaniu z lutym 2020 roku, czyli ostatnim przed miesiącem pandemicznym. Oznacza to szesnastokrotny wzrost ubezpieczonych obcokrajowców w polskim systemie w 2008 roku, a blisko 2/3 populacji zarejestrowanych obcokrajowców stanowią mężczyźni⁴⁸. Umowa o pracę stanowi podstawę wynagrodzenia większości cudzoziemców, reszta to zlecenia. Własne firmy prowadzi mniej niż 5% osób. Najwięcej obcokrajowców pracuje w województwie mazowieckim, a po 10% w województwach wielkopolskim i w dolnośląskim⁴⁹.

Ukraińcy stali się największą populacją uchodźczą po wybuchu wojny w lutym 2024 roku. Dominują także wśród ubezpieczonych cudzoziemców (72%). Odnosząc się do łącznej liczby ubezpieczonych, jest to blisko 5%, przy zasiłkach to ok. 15%, a przy świadczeniach mniej niż 0,01% świadczeniobiorców⁵⁰. Najtrudniej odpowiedzieć na pytanie o skuteczność polityki imigracyjnej w odniesieniu do trwałości osiedlenia się, w szczególności ludności ukraińskiej w Polsce. Dostępne dane wskazują, iż ok. 400 tys. ukraińskich dzieci pobiera świadczenie 500+a z programu „Rodzina 500+” w ub. roku pobierało ponad 6,5 mln dzieci, obecnie liczba beneficjentów przekracza 7 mln osób⁵¹.

2.4. KLUCZOWE ELEMENTY STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ: NOWE ZASOBY PRACY, WYŻSZA DIETNOŚĆ I DODATNI IMPULS IMIGRACYJNY

Okres poakcesyjny w Polsce charakteryzuje się z jednej strony wysokim przyrostem PKB ogółem i per capita, z drugiej zaś stopniowym spadkiem nowych zasobów pracy. Towarzyszył temu systematyczny spadek diety i zmiany modelu struktury ludnościowej gospodarstwa domowego. Dokumentowały to kolejne spisy ludnościowe przeprowadzane w Polsce w latach 1988–2011⁵². Dieta zaczęła silnie spadać w okresie transformacji ustrojowej, w którym ujawniło się wysokie bezrobocie i ograniczanie decyzji rodzicielskich. W latach 2000–2022 uśredniony krajowy współczynnik diety wyniósł 1,34⁵³. Zmniejszenie się ludności Polski o ponad 475 tys. osób pomiędzy kolejnymi spisami powszechnymi pogłębiło się w okresie pandemicznym, w którym ten wynik zostanie osiągnięty najprawdopodobniej w okresie trzyletnim 2020–2021. Ponieważ zjawiska ludnościowe niekorzystnie wpływają na kształtowanie się nowych zasobów pracy. Szansę powiększenia stopy zatrudnienia stanowi imigracja. Podstawowym warunkiem utrzymania napływającej ludności, w szczególności z Ukrainy (być może także w najbliższych latach – z Białorusi), jest oferowanie warunków zatrudnienia i płacy na poziomie rynkowym. Czy to będzie możliwe w warunkach spowolnienia i wchodzenia w okres recesywny w gospodarce polskiej oraz europejskiej, okaże się zapewne już w I kwartale 2023 roku. Bank Światowy podwyższył prognozę wzrostu gospodarczego Polski na

48 Por. <https://ceo.com.pl/prezes-zus-w-polsce-przebywa-prawie-15-miliona-uchodzcow-z-ukrainy-60657> [dostęp: 20.04.2023].

49 <https://www.bankier.pl/wiadomosc/W-Polsce-pracuje-coraz-wiecej-cudzoziemcow-Ukraińcy-stanowia-najliczniejsza-grupe-8449379.html> [dostęp: 20.04.2023].

50 Tamże.

51 Dane przekazane na konferencji prasowej prezes ZUS, zus.pl.

52 Tamże.

53 Por. P. Strzelecki, K. Godyń, S. Kluza *Demografia. Migracje. Rynek pracy...* Współczynnik diety kształtował się w przedziale 1,2–1,5 w tym okresie. Wpłynęło to na pojawienie się pokoleń mniej liczebnych o około jedną trzecią.

2022 rok o 0,1 punktu procentowego, do 4%, oraz obniżył prognozę na 2023 rok o 2 punkty procentowe do 1,6%. Te na najbliższy rok są zatem ostrożne. Mogą zatem oznaczać wzrost o charakterze statystycznym⁵⁴.

Jakie mogą być recepty na rozwiązanie problemów związanych z procesem starzenia się ludności, utrzymującej się niskiej dzietności, czynników, które w obserwowalnej perspektywie wprost wpływają na stan zatrudnienia w gospodarce i poziom bezrobocia. W 2021 roku przedstawiono program Strategia Demograficzna 2040, opracowany przez MRiPS, który koncentruje się na zagadnieniu podnoszenia dzietności. Jej krytycy wskazują brak podjęcia problematyki starzenia się ludności w średnim horyzoncie czasowym oraz migracji⁵⁵. Wskazuje się na negatywne oddziaływanie wysokiego poziomu inflacji i spadek realnych dochodów gospodarstw domowych. Są to czynniki, które w oczywisty sposób ograniczają decyzje o charakterze przyszłościowym ze strony potencjalnych rodziców, jednocześnie też nie pozwalają na dokonywanie inwestycji i tworzenie zasobu oszczędnościowego na przyszłość. Przeprowadzone ostatnio badanie⁵⁶ wskazuje na pesymizm Polaków jeśli chodzi o ich przyszłą sytuację finansową. Inflacja wpływa bowiem na wiele obszarów życia obywateli i gospodarstw domowych, ale także na konieczność rezygnacji przez nie z ograniczenia zakupów ważnych w życiu ludzi. Dotyczą one takich sfer jak remont mieszkania, wczasy czy wymiana urządzeń służących codziennemu funkcjonowaniu. Konsumenci przytłoczeni drożyzną zaczęli uważniej segmentować własne

potrzeby, a co za tym idzie wydatki, które nie mają charakteru pierwszorzędnego. Ciekawym wnioskiem z badania jest ograniczanie wydatków na usługi hotelarskie, restauracyjne, taksówkowe, ale także na kulturę i edukację⁵⁷.

Czy rozwiązania zaproponowane w Strategii Demograficznej są adekwatne do zdiagnozowanych przez specjalistów od polityki ludnościowej? Uważni analitycy tej problematyki zwracają uwagę na fakt, że brakuje badań pozwalających na powiązanie proponowanych rozwiązań z prognozami kształtowania się dzietności w długim horyzoncie czasowym⁵⁸. Wysoka, dwucyfrowa inflacja, której obecnie doświadczamy, jest czynnikiem, który będzie w najbliższych latach silnie oddziaływał na decyzje związane z rozwojem rodzin i nowymi powołaniami na świat. Zjawiska w gospodarce, spowolnienie, wskazują na możliwość stopniowego wzrostu poziomu bezrobocia, który był moderowany osłoną kolejnych tarcz finansowych PFR i zwolnieniami oferowanymi przez ZUS. Poszukiwanie możliwości częściowej ochrony posiadanych oszczędności było bardziej związane z lokowaniem ich w obligacje skarbowe oprocentowane wskaźnikiem inflacji lub powiązane ze wskaźnikiem WIBOR. Jeśli chodzi o wartość złotego, w ostatnich miesiącach osłabiała się ona wobec głównych walut, czemu towarzyszyło silne umocnienie się dolara i franka szwajcarskiego, traktowanych jako waluty bezpieczne⁵⁹. W ostatnim czasie wartość waluty krajowej w relacji do innych walut umocniła się, jednakże na rynku walutowym panuje duża zmienność i wahania kursów, co powoduje, iż trudno traktować lokowanie w waluty jako rentowne. Podobna sytuacja panuje na rynku akcji, który cechowały

54 <https://www.parkiet.com/gospodarka-krajowa/art-37178651-bank-swiatowy-podniosl-prognoze-wzrostu-pkb-polski> [dostęp: 20.04.2023].

55 Por. P. Strzelecki, K. Godyń, S. Kluza, *Demografia. Migracje. Rynek pracy...*

56 Por. *Inflacja i stopy procentowe oczami polskiego konsumenta*, wrzesień 2022 r., Fundacja Kronenberga, Citi Foundation, Warszawa, s. 3.

57 Tamże, s. 5

58 Por. P. Strzelecki, K. Godyń, S. Kluza, *Demografia. Migracje. Rynek pracy...*, s. 20.

59 Raport o stabilności systemu finansowego, NBP, Warszawa 2022.

głębokie przeceny i trend spadkowy z uwagi na podwyżki stóp procentowych i obniżanie się wskaźników wzrostu gospodarczego⁶⁰.

Poziom bezrobocia, wciąż niski, podtrzymuje łagodne spowolnienie gospodarcze, jednakże zapowiadane już w wielu miejscach zwolnienia pracowników, także grupowe, spowodują jego stopniowy wzrost. Podwyższona i utrzymująca się w długim okresie inflacja będzie czynnikiem negatywnie oddziałującym na spadek realnych zarobków i stabilność budżetów gospodarstw domowych. Podobne zjawiska kształtowały się w początkowym okresie transformacji i wówczas rozpoczął się okres wyraźnego spadku nowych urodzin. Kolejne spisy ludnościowe wskazywały na zmianę struktury gospodarstwa domowego z przewagą modelu 2+1, nad dominującym w okresie schyłku PRL modelu 2+2. Bezspornym jest fakt, że negatywne zjawiska w gospodarce powodują wstrzymywanie się z decyzjami, które mają charakter fundamentalny w życiu człowieka, takimi jak powiększanie rodziny, poważniejsze inwestycje, zmiana mieszkania. Ludzie, którzy obawiają się o utrzymanie dotychczasowego poziomu życia, stabilności zatrudnienia, nie są skłonni do podejmowania decyzji o charakterze dalekosiężnym, długoterminowym.

2.5. ZRÓWNOWAŻONA POLITYKA GOSPODARCZA NA RZECZ ZATRUDNIENIA I ADEKWATNA POLITYKA PIENIĘŻNA FILARAMI STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ PAŃSTWA

Asekuracja spadku nowych zasobów pracy i zwiększającej się liczby emerytów jest dokonywana przez fundusze rezerwowe tworzone w krajach rozwiniętych, głównie skupione w OECD. Wpływają one na stabilność

makroekonomiczną państwa w dłuższej perspektywie. Bezpieczeństwo ekonomiczne jest określane w literaturze przedmiotu w kontekście stabilnej gospodarki, która wedle K. Książkowskiego potrafi funkcjonować w „komparatywnej równowadze z gospodarkami innych państw”⁶¹. Uwypukla się kontekst otoczenia oraz rynku wewnętrznego, na który składają się różne komponenty zarówno gospodarcze, jak i społeczne. Przyjmuje się, iż do najbardziej istotnych czynników, które warunkują poziom bezpieczeństwa ekonomicznego, zalicza się demografia, bezrobocie i stan ubóstwa narodu⁶². Należy stąd wywieść, iż opisywany mechanizm obejmuje zarządzanie ryzykiem demograficznym w postaci funkcjonowania wydzielonego funduszu, który gromadzi zasoby na rzecz łagodzenia napięć społecznych. Wynikają one ze starzenia się społeczeństw, mniejszej liczby osób aktywnych zawodowo, a także innych czynników, związanych z samą naturą konstrukcji systemu emerytalnego (uprzywilejowania, niejednolitość rozwiązań, niepełna aktuarialność). Można zatem postawić tezę, iż kształtowanie się wymienionych czynników jako wspierających lub ograniczających bezpieczeństwo ekonomiczne państwa wpływa zarówno na równowagę gospodarczą, jak i na zdolność do kształtowania jego stosunków z otoczeniem. Państwo, które posiada zdolność do wpływania na określone powyżej czynniki w sposób wspierający rozwój gospodarki poprzez niski poziom bezrobocia, wysoki poziom diety oraz dobrobytu społecznego jest bezpieczne. Zachowuje zdolność utrzymania równowagi wewnętrznej w gospodarce, układzie społecznym oraz w relacjach z otoczeniem. Wydaje się, że w tak opisanej rzeczywistości fundusze rezerwowe, zarówno

⁶¹ *Bezpieczeństwo ekonomiczne obrotu gospodarczego: ekonomia, prawo, zarządzanie*, red. K. Raczkowski, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2014, s. 86.

⁶² Tamże, s. 92–93.

⁶⁰ Tamże.

krajowy, jak i zagraniczne, są powołane do utrzymania tej równowagi. Należy sformułować zatem tezę, iż każdy duży zasób finansowy staje się mechanizmem pozytywnie wpływającym na poziom bezpieczeństwa ekonomicznego Polski.

Geneza tworzenia funduszy rezerwowych w systemach emerytalnych w świecie ma stosunkowo krótką historię z uwagi na fakt, iż system ubezpieczeń społecznych został zainicjowany w latach 80. XIX wieku w Niemczech. Rezerwy finansowe na rzecz bezpieczeństwa ekonomicznego systemów emerytalnych pełnią funkcję asekuracji finansowej i stanowią element zarządzania ryzykiem demograficznym. Pierwszy fundusz rezerwowy został zawiązany w 1940 roku, niedługo przed formalnym przystąpieniem USA do wojny światowej⁶³. Zasady prawne jego działania zawarła ustawa o ubezpieczeniu społecznym (Social Security Act). W okresie tworzenia załączka obecnej Unii Europejskiej w okresie powojennym, stała się ona ważnym odniesieniem dla nowoczesnego systemu zabezpieczenia społecznego. Była też jednym z istotnych elementów budowy państwa opiekuńczego oraz tworzenia ładu w zakresie zabezpieczenia społecznego w powojennej Europie. Powstające fundusze rezerwowe zaczęto powoływać w celu łagodzenia napięć w bazowych systemach emerytalnych do przyszłego wykorzystania, zasadniczo nie wcześniej aniżeli w 2020 roku. Wpłynęły na to również niepokojące prognozy rozwoju ludnościowego powiązane z projekcjami przepływów finansowych w systemie emerytalnym. Fundusze rezerwowe posiadają różny poziom kapitalizacji, odmienne polityki lokacyjne a także zróżnicowany mechanizm gromadzenia aktywów.

63 Por. W. Nagel, *Fundusze rezerwowe w tworzeniu bezpieczeństwa ekonomicznego państwa. Perspektywa krajowa i zagraniczna*, „Ubezpieczenia w Rolnictwie. Materiały i Studia” 2016, nr 59, s. 7–24.

Metoda finansowania danego funduszu jest powiązana z podatkiem lub, jak w przypadku polskiego funduszu, z odpisem (składką) oraz udziałem w prywatyzacji państwowych zasobów bogactw naturalnych. Bardziej złożona metoda pozyskiwania kapitału, poza wymienionymi, obejmuje korzystanie z dochodów uzyskiwanych z zasobów naturalnych (ropy) lub udziale w osiąganym przez dane państwo nadwyżce handlowej. Fundusze rezerwowe funkcjonują poza głównym nurtem rynków finansowych, a wiedza o nich wymaga dostępu do aktualnych danych finansowych i analizy wielu rozproszonych źródeł. Trzy fundusze, największe z wymienionych, zgromadziły w 2015 roku ponad 4,6 bln USD, a ich udział w PKB wynosi odpowiednio: 26,5%, 26,9% i 29%, mierzony wartością aktywów. Oznacza to, iż można zaliczyć je do realnych elementów bezpieczeństwa ekonomicznego państwa.

Polityka gospodarcza ukształtowana w okresie przedakcesyjnym miała charakter dopuszczania mechanizmu rynkowego jako podstawowego do równoważenia strumieni podaży i popytu na pracę, przy niewielkiej ingerencji państwa. Gospodarka, która przekształcała się strukturalnie w Polsce po 1989 roku, ujawniła zasoby pracy o kwalifikacjach, które nie służyły podnoszeniu jej konkurencyjności. Dostępne dane wskazują, że w 1993 roku struktura gospodarek Unii Europejskiej była ukształtowana zupełnie inaczej aniżeli w Polsce i proces dostosowawczy miałyby polegać na zmniejszeniu zatrudnienia milionów osób w różnych sektorach⁶⁴. Dotyczyłoby to w ówczesnych warunkach:

1. Rolnictwa – 2,8 mln osób
2. Sektora paliwowo-energetycznego – 100 tys. osób
3. Przemysłu ciężkiego – 350 tys. osób
4. Przemysłu lekkiego i spożywczego – 400 tys. osób.

64 A. Ziomał, *Produkt krajowy...*, s. 203.

2.5. ZRÓWNOWAŻONA POLITYKA GOSPODARCZA NA RZECZ ZATRUDNIENIA...

Powyższe dane wskazują, iż proste dostosowanie struktury gospodarki polskiej do struktury rozwiniętych krajów europejskich musiałoby oznaczać zwolnienie 3 650 tys. osób, czyli ponad 20% zasobu pracy zatrudnionego w gospodarce. Przebudowa i dostosowanie odbyły się w inny sposób, związany z postępującą globalizacją po zakończeniu zimnej wojny. W związku z dokonującymi się przekształceniami w przemyśle, upadku wielu dużych przedsiębiorstw, rozwoju usług następował proces tworzenia silnych powiązań z europejską gospodarką. Powodował on ukształtowanie silnie rozproszonego, bardziej odpornego na kryzysy, modelu sieci małych i średnich przedsiębiorstw, który zaczął dominować w polskiej gospodarce na początku lat 2000. Tuż po akcesji udział usług w PKB osiągnął 50%, co jest wskaźnikiem gospodarki nowego typu. Wskaźnik ten systematycznie wzrastał w kolejnych latach. Jednocześnie zmieniała się sytuacja na rynku pracy. Szybko wzrastał współczynnik skolaryzacji na poziomie wyższym, który wynosił w 1990 roku – 7%, czyli 7 osób na 100 posiadało wykształcenie wyższe. Szybko rosła liczba miejsc na różnych kierunkach uczelni publicznych, ale też powstawanie uczelni prywatnych, niepublicznych, które oferowały studia na poziomie zawodowym i magisterskim. Gospodarka nowego typu wymagała wyższej jakości zasobów pracy, zwłaszcza do pracy w rozwijającej się sferze usług, Udział usług w PKB Polski wynosił 49,1% w 1995 roku i 57,6% w 2019 roku. Obecnie usługi stanowią 2/3 polskiego PKB, co pozwoliło ostatnich latach w Polsce wypracować dodatnie saldo w handlu zagranicznym⁶⁵.

Prognozy rozwoju gospodarczego ostatnio opublikowane przez Komisję Europejską wskazują że wzrost gospodarczy w krajach UE wyniesie w 2023 roku 0,8%,

65 Por. Raport specjalny – *Usługi w gospodarce i handlu zagranicznym Polski*, PFR.pl [dostęp: 11.12.2022].

a w kolejnym – 1,6%. W Polsce PKB wzrośnie w 2023 roku o 0,4%, a w przyszłym roku tempo wzrostu prognozowane jest na 2,5%. W kraju kluczowym dla wymiany handlowej Polski – Niemczech, wzrost gospodarczy wyniesie 0,2%, w 2024 roku prognozowany jest wynik 1,3%⁶⁶. W 2023 roku recesję przewiduje się w Szwecji (-0,8%).

Powyższe przewidywania wskazują, iż poszukiwanie bezpieczeństwa ekonomicznego kraju będzie oscylować wokół zrównoważonej polityki gospodarczej i adekwatnej polityki pieniężnej. Tego wymaga utrzymanie stabilności makroekonomicznej. Zatrudnienie w gospodarce będzie kształtowało się w rytmie postępującego spowolnienia, jednakże prognozy na 2023 rok wskazują, iż spadek zatrudnienia nie będzie gwałtowny. Może towarzyszyć mu ograniczenie presji płacowej. PIE wskazuje, iż dane, które są zbierane do Miesięcznego Indeksu Koniunktury (wskaźnik mierzący sytuację polskich przedsiębiorstw), wskazują, że przeważa liczba firm, które zamierzają utrzymać zatrudnienie⁶⁷. Odsetek przedsiębiorstw, które chcą zredukować zatrudnienie, to obecnie blisko 14–15%, ale jest zbliżony do odsetka firm planujących utrzymanie zatrudnienia. Utrzymujące się wciąż niska stopa bezrobocia, na poziomie 5,1%⁶⁸, pozwala przypuszczać, że utrzymanie stabilności makroekonomicznej jest możliwe. Trudno obecnie prognozować, czy spowolnienie przerodzi się w Polsce w recesję, ale o tym zapewne będzie decydował poziom kosztów prowadzenia działalności gospodarczej w poszczególnych branżach.

66 Por. M. Kolasa, *Przegląd gospodarek europejskich – listopad 2022 r.*, 22.11.2022, pfr.pl.

67 https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/winter-2023-economic-forecast-eu-economy-set-avoid-recession-headwinds-persist_en [dostęp: 11.04.2023].

68 Dana za MRiPS, 7.12.2022 r.

Wpływ na nie będą miały w szczególności ceny energii, których udział jest zróżnicowany w zależności od rodzaju działalności⁶⁹. Ograniczanie zatrudnienia jest prawdopodobne w motoryzacji, branży chemicznej oraz przetwórstwie surowców. Ponieważ gwałtownie spada liczba udzielanych kredytów na rynku mieszkaniowym, wyraźnie ogranicza się liczba transakcji i obrotów w – powiązanych z budownictwem – zakładach meblarskich, wnętrzarskich, oświetleniowych⁷⁰.

Trudno obecnie przewidzieć, jak będą się kształtowały wynagrodzenia w 2023 roku, jednakże można stwierdzić, iż z uwagi na poziom inflacji, realnie nie będą one rosły.

Należy stwierdzić, że postawiona na początku rozdziału teza główna i pomocnicze zostały udowodnione, a perspektywa utrzymania stabilności makroekonomicznej w kontekście wielkości bezrobocia i stopy zatrudnienia jest uprawdopodobniona. Kolejny, 2023 roku wedle przedstawionej analizy i prognoz będzie dla Polski bezpieczny. Kluczowym dla stabilności makroekonomicznej krajów UE, wydaje się być dalszy przebieg wojny w Ukrainie i jej konsekwencje dla gospodarki światowej. Konflikt ma wciąż charakter lokalny, jednakże jego konsekwencje gospodarcze oddziałują wszechogarniająco na życie wielu krajów i ich społeczeństw.

69 Tamże.

70 PIE, por. przyp. 50.



ROZDZIAŁ III

WPŁYW STOPY INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNĄ

3.1. ZNACZNIE INFLACJI W KONTEKŚCIE STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ

Inflacja (CPI) jest jednym z pięciu czynników zaliczanych do tzw. pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej, w skład którego wchodzi ponadto⁷¹:

1. Dynamika wzrostu produktu krajowego brutto (PKB)
2. Stopa bezrobocia mierzona zgodnie z definicją BAEL (Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności)
3. Relacja długu budżetowego (dokładnie: deficytu sektora finansów publicznych) do produktu krajowego brutto
4. Relacja salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto.

Uwzględniając powyższe pięć wskaźników, otrzymuje się pięciokąt, którego powierzchnię można podzielić na pięć trójkątów:

1. trójkąt *a* – trójkąt sektora realnego (produkt krajowy brutto i stopa bezrobocia)
2. trójkąt *b* – trójkąt stagflacji (stopa inflacji i stopa bezrobocia)
3. trójkąt *c* – trójkąt budżetu i inflacji (stopa inflacji i deficyt budżetowy)
4. trójkąt *d* – trójkąt równowagi finansowej (deficyt budżetowy i saldo obrotów bieżących)
5. trójkąt *e* – trójkąt równowagi zewnętrznej (saldo obrotów bieżących i produkt krajowy brutto).

Można pokazać, że stabilność makroekonomiczna zależy od czynników wewnętrznych (powierzchnia trójkątów *a*, *b*, i *c*) oraz czynników zewnętrznych (powierzchnia trójkątów *d* i *e*)⁷². Inną metodą oceny sytuacji makroekonomicznej jest *Macroeconomic Imbalance Procedure* (MIP)⁷³.

71 Problematyka jest poruszona m.in. w: G.W. Kołodko, *Kwadratura pięciokąta...*; J. Misła, S. Bukowski, *Stabilizacja makroekonomiczna w Polsce...*, s. 574–577; Z. Matkowski, R. Rapacki, *The economic situation on the progress of market reforms*, [w] *New Europe report on transformation...*; M. Walawski, *Stabilizacja makroekonomiczna gospodarki rosyjskiej w latach 1997–2012...*; J. Janecki, *Pomiar i ocena stabilności makroekonomicznej w Polsce*, „Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodzianensis” 2017, t. 2, nr 328, s. 123–133.

72 J. Janecki, *Pomiar i ocena stabilności makroekonomicznej w Polsce...*, s. 123–133.

73 M. Mierzejewski, *Stabilność makroekonomiczna Polski na tle krajów Unii Europejskiej w latach 2007–2017*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Społecznej w Ostrołęce” 2018, nr 28, s. 243–258.

Warto zauważyć, że w efekcie kryzysu finansowego z 2008 roku doszło do pogorszenia stabilności makroekonomicznej w każdym analizowanym aspekcie, w związku z czym powstała potrzeba badania stabilności makroekonomicznej. Istnieje wiele możliwości oceny stabilności makroekonomicznej, należy jednak pamiętać, że monitorowanie jednego wskaźnika (np. deficytu budżetowego czy też inflacji) nie pozwala w pełni ocenić wszystkich zagrożeń dla stabilności makroekonomicznej, dlatego też istotnym jest monitorowanie wszystkich ww. wskaźników, w tym inflacji.

Inflacja odgrywa kluczową rolę w zachowaniu się poszczególnych segmentów rynków finansowych. Wpływ inflacji na stabilność sektora finansowego można rozpatrywać poprzez jej wpływ na wybrane segmenty rynku finansowego, a zatem w następujących ujęciach:

- a) Inflacja a rynek akcji
- b) Inflacja a rynek surowcowy
- c) Inflacja a rynek obligacji rządowych
- d) Inflacja a rynek walutowy.

3.2. PRZEGLĄD BADAŃ DOTYCZĄCYCH WPŁYwu INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA

Empirycznej weryfikacji wpływu inflacji na rynki finansowe poświęcono wiele prac. Badania te były przeprowadzone na wielu rynkach, z wykorzystaniem wielu technik ekonometrycznych. Poniżej zostały zaprezentowane artykuły najbardziej charakterystyczne.

Jedną z pierwszych prac była praca Nelsona, który dokonał sprawdzenia relacji między stopą zwrotu z akcji a zmianami inflacji w okresie 1953–1974 na rynku amerykańskim, udowadniając, że wpływ oczekiwanej i nieoczekiwanej inflacji na stopę zwrotu na

rynku akcji był ujemny⁷⁴. Fama, bazując na danych miesięcznych, kwartalnych i rocznych z lat 1954–1976 dla rynku amerykańskiego, doszedł do podobnego wniosku w przypadku zależności między stopami zwrotu na rynku akcji, a poziomem inflacji⁷⁵. Do analogicznego wniosku prowadziły wyniki pracy Geske i Rolla, którzy przeanalizowali stopę zwrotu na amerykańskim rynku akcji w latach 1947–1980⁷⁶. Podobne konkluzje płyną z pracy Chena i in, którzy przeprowadzili badanie dla okresu 1958–1984, z rozbiem na następujące podokresy: 1958–1967, 1968–1977 i 1978–1984⁷⁷.

Z kolei Groenewold i Fraser, bazując na danych dla rynku australijskiego z okresu grudzień 1979–kwiecień 1974, stosując modele APT i CAPM, wykazali, że największy wpływ na wahania stóp zwrotu na rynku akcji mają: inflacja, podaż pieniądza oraz stopa procentowa na rynku trzymiesięcznych bonów skarbowych⁷⁸. Mukherjee i Naka przeanalizowali oddziaływanie wielkości makroekonomicznych (produkcja przemysłowa, inflacja, podaż pieniądza, kurs walutowy JPY/USD, długo- i krótkoterminowa stopa procentowa) na indeks NIKKEI 225 w okresie styczeń 1971–grudzień 1990, wykazując dodatkowo współczynniki wpływu dla kursu walutowego, produkcji przemysłowej, podaży pieniądza, krótkoterminowej stopy

74 C. Nelson, *Inflation and rates of return on common stocks*, "Journal of Finance" 1976, Vol. 31, Issue 2, s. 471–483.

75 E. Fama, *Stock returns, real activity, inflation, money*, "American Economic Review" 1981, Vol. 71, No. 4, s. 545–565.

76 K. Geske, R. Roll, *The fiscal and monetary linkage between stock returns and inflation*, "Journal of Finance", 1983, Vol. 38, No. 1, s. 1–33.

77 N. Chen, R. Roll, S. Ross, *Economic forces and the stock market*, "Journal of Business" 1986, Vol. 59, Issue 3, s. 383–403.

78 N. Groenewold, P. Fraser, *Share prices and macroeconomic factors*, "Journal of Business Finance and Accounting" 1987, Vol. 24, Issue 9–10, s. 1367–1383.

3.2. PRZEGLĄD BADAŃ DOTYCZĄCYCH WPŁYWU INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA

procentowej i ujemne dla inflacji i długoterminowej stopy procentowej⁷⁹.

Thorbecke, za pomocą modelowania wielorównaniowego, analizował wpływ szoków polityki monetarnej na stopy zwrotu na rynku akcji (dane miesięczne dla giełdy amerykańskiej z lat styczeń 1967–grudzień 1990), zauważając, że ekspansywna polityka monetarna wpływa pozytywnie na stopę zwrotu z akcji oraz że polityka monetarna ma większy wpływ na mniejsze firmy niż na duże korporacje z uwagi na fakt, iż ten pierwszy rodzaj firm jest bardziej uzależniony od dostępności kredytu⁸⁰. Dadgostar i Moazzami, wykorzystując model VECM dla okresu styczeń 1974–lipiec 2002, przeprowadzili badanie dla rynku kanadyjskiego, dowodząc, że inflacja, podaż pieniądza (M1), długoterminowa stopa procentowa (długoterminowe obligacje rządowe) miały negatywny wpływ na wielkość stóp zwrotu na rynku akcji, podczas gdy produkcja przemysłowa i kurs walutowy CAD/USD – miały wpływ dodatni⁸¹.

Humpe i Macmillan, również korzystając z modelu VECM, poddali analizie stopy zwrotu na rynku akcji w USA i Japonii, w okresie styczeń 1965–czerwiec 2005, wykazując negatywną zależność dla inflacji i stóp zwrotu na rynku amerykańskim i statystyczną nieistotność dla rynku japońskiego, dla obu tych czynników (co tłumaczono spowolnieniem gospodarczym w Japonii od początku lat 90. XX wieku oraz pułapką płynności)⁸².

Literatura przedmiotu obejmuje również analizę wpływu inflacji na stopy zwrotu na rynku akcji w krajach należących do grupy *emerging markets*. Bilson i in., analizując w okresie styczeń 1985–grudzień 1997 stopy zwrotu na rynku akcji 20 krajów, doszli do wniosku, że największe znaczenie w wyjaśnieniu zmienności mają czynniki lokalne, jak inflacja oraz produkcja przemysłowa⁸³. Choudhry, badając oddziaływanie inflacji na stopy zwrotu z akcji w Argentynie, Chile, Meksyku i Wenezueli w okresie styczeń 1981–czerwiec 1998, wykazał pozytywną zależność między inflacją a rynkiem akcji, co jest rzadko spotykane w tego typu opracowaniach⁸⁴. Z kolei Al-Sharkas, posługując się modelowaniem VECM, zweryfikował wpływ danych makroekonomicznych w okresie pierwszy kwartał 1980–czwarty kwartał 2003 na stopy zwrotu giełdy w Jordanii (Amman Stock Exchange), dochodząc do wniosku, że pozytywny wpływ miał miejsce dla produkcji przemysłowej, podaży pieniądza i krótkoterminowej stopy procentowej (3-miesięczne bony pieniężne), a ujemny – dla inflacji⁸⁵. Gan i in., bazując na danych miesięcznych z okresu styczeń 1990–styczeń 2003, przeanalizowali wpływ danych makroekonomicznych (inflacja – CPI, kurs walutowy, PKB, podaż pieniądza – M1, ceny

79 T. Mukherjee, A. Naka, *Dynamic relations between macroeconomics variables and Japanese stock market*, "Journal of Financial Research" 1995, Vol. 18, Issue 2, s. 223–237.

80 W. Thorbecke, *On stock market returns and monetary policy*, "Journal of Finance" 1997, Vol. 52, Issue 2, s. 635–654.

81 B. Dadgostar, B. Moazzami, *Dynamic relationship between macroeconomic variables and the Canadian stock market*, "Journal of Applied Business and Economics" 2003, Vol. 2, No. 1, s. 7–14.

82 A. Humpe, P. Macmillan, *Can macroeconomic variables explain long term stock market movements?*,

A comparison of the US and Japan, Centre for Dynamic Macroeconomics Analysis Working Paper Series CDMA 07/20, SSRN, 2007, s. 1–26.

83 C. Bilson, T. Brailsford, V. Hooper, *Selecting macroeconomics variables as explanatory factors of emerging stock market returns*, Department of Commerce Australia National University, Canberra 0200, SSRN, 1999.

84 T. Choudhry, *Inflation and rates of return on stocks evidence from high inflation countries*, "Journal of International Financial Markets" 2001, Vol. 11, Issue 1, s. 75–96.

85 A. Al-Sharkas, *The dynamic relationship between macroeconomic factors and the Jordanian stock market*, "International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies" 2004, vol. 1, issue 1, s. 97–114.

ropy naftowej, krótko- i długoterminowa stopa procentowa) na indeks giełdowy NZSE40 w Nowej Zelandii i udowodnili, że największy wpływ na wartość indeksu miały stopa procentowa, podaż pieniądza i PKB⁸⁶.

Chancharat i in. analizowali wpływ zmiennych makroekonomicznych (inflacja, kurs walutowy, stopy procentowe, podaż pieniądza -M2, cena ropy naftowej) i indeksów zagranicznych giełd (Australia, Brazylia, Filipiny, Indonezja, Korea Południowa, Malezja, Niemcy, Rosja, Singapur, Stany Zjednoczone) na indeks giełdy w Tajlandii w okresie styczeń 1988–grudzień 2004, z wyłączeniem dwu podokresów do 1997 roku (kryzys azjatycki) i później. Autorzy doszli do wniosku, że żadna ze zmiennych makroekonomicznych nie była istotna statystycznie w procesie wyjaśnienia zmienności cen akcji, a jedynie ceny ropy naftowej w okresie przed 1997 rokiem okazały się być statystycznie istotne i miały negatywny wpływ na ceny akcji⁸⁷. Mohammad i in., badając wpływ agregatów makroekonomicznych na stopy zwrotu na giełdzie w Karaczi (indeks KSE), w okresie 1986–2006, wykazali występowanie pozytywnej relacji indeksu KSE z produkcją przemysłową, oraz negatywnej z podażą pieniądza (M2), stopą procentową i kursem walutowym⁸⁸.

Buyuksalvarci poddał analizie wpływ zmiennych makroekonomicznych (CPI, krótkoterminowe stopy procentowe, indeks produkcji przemysłowej, podaż pieniądza - M2), cena złota, cena ropy naftowej, kurs walutowy TRY/USD) na ceny akcji na giełdzie tureckiej w okresie styczeń 2003–marzec 2010, uzyskując pozytywny wpływ w przypadku podaży pieniądza i negatywny dla pozostałych czynników za wyjątkiem ceny złota (współczynnik dla ceny złota okazał się nieistotny statystycznie)⁸⁹.

Oskembayev i in. przeprowadzili empiryczną weryfikację wpływu wielkości makroekonomicznych (PKB, produkcja przemysłowa, podaż pieniądza - M2, CPI, kurs walutowy, cena ropy naftowej, krótko- i długoterminowa stopa procentowa) na indeks giełdy w Kazachstanie (indeks KASE) w okresie styczeń 2001–sierpień 2009. Regresji dokonano za pomocą dwu zestawów zmiennych, ze zmienną zero-jedynkową uwzględniającą kryzys z 2008 roku i bez tej zmiennej. W wyniku estymacji istotne statystycznie wyniki otrzymano dla produkcji przemysłowej (pozytywny wpływ w obu modelach), inflacji (negatywny wpływ w obu przypadkach), zaś kurs walutowy miał negatywny wpływ w modelu bez zmiennej zero-jedynkowej, zaś w drugim, jego wpływ okazał się być statystycznie nieistotny⁹⁰.

Hsing opublikował dwie prace, w których badał związek między indeksem giełdy w Budapeszcie (indeks BUX), a wybranymi czynnikami makroekonomicznymi dla okresu pierwszy kwartał 2000–drugi kwartał 2010. W wyniku estymacji otrzymał negatywny

86 C. Gan, M. Lee, H. Young, J. Zhang, *Macroeconomic variables and stock market interactions: New Zealand evidence*, "Investment Management and Financial Innovations" 2006, 3(4), s. 89–101.

87 S. Chancharat, A. Valadkhani, C. Harvie, *The influence of international stock market and macroeconomics variables on the Thai stock market*, "Applied Economics and International Development" 2007, Vol. 7, No. 1, s. 221–238.

88 S. Mohammad, A. Hussain, M. Jalil, A. Ali, *Impact of macroeconomics variables on stock prices: empirical evidence in case of KSE (Karachi Stock Exchange)*, "European Journal of Scientific Research" 2009, Vol. 38, Issue 1, s. 96–103.

89 A. Buyuksalvarei, *Effect of macroeconomic variables on stock returns: evidence from Turkey*, "European Journal of Social Sciences" 2010, 14(3), s. 404–416.

90 Y. Oskembayev, M. Yilmaz, D. Chagirov, *The impact of macroeconomic indicators on stock exchange performance in Kazakhstan*, "African Journal of Business Management" 2011, Vol. 5, Issue 7, s. 2985–2991.

3.2. PRZEGLĄD BADAŃ DOTYCZĄCYCH WPŁYWU INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA

współczynnik dla stopy procentowej, inflacji, rentowności obligacji strefy euro, kursu walutowego i kwadratu podaży pieniądza M_2 ⁹¹. W innym artykule, biorąc pod uwagę dane z rynku czeskiego (okres: pierwszy kwartał 2002–drugi kwartał 2020), autor udowodnił negatywny wpływ takich zmiennych ekonomicznych jak: krajowa stopa procentowa, kurs walutowy CZK/USD, oczekiwana inflacja, relacja dług publiczny/PKB oraz rentowność obligacji strefy euro⁹².

Elly i Oriwo, bazując na modelu APT, weryfikowali czy zmienne makroekonomiczne mają wpływ na stopy zwrotu indeksu w Nairobi w okresie marzec 2008–marzec 2012. Doszli do wniosku, że statystycznie istotny okazał się wpływ inflacji (wpływ dodatni) oraz krótkoterminowa stopa zwrotu (3-miesięczne bony pieniężne) z relacją ujemną⁹³. Z kolei Naik i Padhi, posiłkując się ekonometryczną metodologią modelowania wielorównaniowego VAR i VECM, wykorzystując takie zmienne makroekonomiczne jak: produkcja przemysłowa, podaż pieniądza, krótkoterminowa stopa procentowa, kurs walutowy i inflacja w okresie kwiecień 1994–czerwiec 2011, wykazali istotny statystycznie, pozytywny wpływ dla produkcji przemysłowej i podaży pieniądza, negatywny zaś dla inflacji⁹⁴. Kwestią wpływu inflacji na ceny akcji spółek notowanych na GPW

w Warszawie zajmowali się również polscy autorzy: Kasprzak⁹⁵ i Łon⁹⁶.

Teoretyczne rozważania na temat roli surowców w zabezpieczeniu przed inflacją mają solidną podbudowę w dowodach empirycznych. Badania nad inwestycjami na rynku surowców do zabezpieczenia przed inflacją zostały przedstawione w artykułach Greera⁹⁷ oraz Bodie'go i Rosanskiego⁹⁸, którzy analizowali wpływ zmian poziomu inflacji na zmiany cen akcji, obligacji i surowców w latach 1950–1976. Zauważyli oni, że nadwyżkowe stopy zwrotu z akcji i obligacji charakteryzują się ujemnymi współczynnikami korelacji ze zmianami inflacji (odpowiednio -0,48 i -0,2), podczas gdy współczynnik korelacji z rynkiem surowców jest dodatni (0,52). Późniejsze badania, przeprowadzone z wykorzystaniem szerszych prób i różnych technik badawczych, potwierdziły te obserwacje (Becker, Finnerty⁹⁹; Gay, Manaster¹⁰⁰; Ankrim, Hensel¹⁰¹; Froot¹⁰²; Kaplan,

-
- 91 Y. Hsing, *Macroeconomic determinants of the stock market index and policy implications: the case of Central European Country*, "Eurasian Journal of Business and Economics" 2011, Vol. 4, Issue 7, s. 1–11.
- 92 Y. Hsing, *Effects of macroeconomic variables on the stock market: the case of the Czech Republic*, "Theoretical and Applied Economics" 2011, Vol. 18, Issue 7, s. 53–64.
- 93 O. Elly, A. Oriwo, *The relationship between macroeconomic variables and stock market performance in Kenya*, "DBA Africa Management Review" 2012, Vol. 3, Issue 1, s. 38–49.
- 94 P. Naik, P. Padhi, *The impact of macroeconomic fundamentals on stock prices revisited: evidence from Indian*, "Eurasian Journal of Business and Economics" 2012, Vol. 5, Issue 10, s. 25–44.

-
- 95 A. Kasprzak, *Inflacja a giełdowy rynek akcji*, "Nasz Rynek Kapitałowy" 2005, nr 3–4, s. 63–71.
- 96 E. Łon, *Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2006.
- 97 R. Greer, *Conservative commodities: a key inflation hedge*, "Journal of Portfolio Management" 1978, Vol. 4, Issue 4, s. 26–29.
- 98 Z. Bodie, V. Rosansky, *Risk and return in commodity futures*, "Financial Analyst Journal" 1980, Vol. 36, Issue 3, s. 27–39.
- 99 K. Becker, J. Finnerty, *Indexed commodity futures and the risk and return of institutional portfolios*, [w] W. Cheng-Few, *Advances in investment management and portfolio analysis*, vol. Greenwich, JAI Press, 1997, s. 1–14.
- 100 G. Gay, S. Manaster, *Hedging against commodity price inflation: stocks and bills as substitutes for future contracts*, "Journal of Business" 1982, Vol. 55, Issue 3, s. 317–343.
- 101 E. Ankrim, C. Hensel, *Commodities in asset allocation: a real-asset alternative to real estate*, "Financial Analyst Journal" 1993, Vol. 49, No. 3, s. 20–29.
- 102 K. Froot, *Hedging portfolios with real assets*, "Journal of Portfolio Management" 1995, Vol. 21, Issue 4, s. 60–77.

Lummer¹⁰³; Gorton, Rouwenhorst¹⁰⁴; Kat, Oomen¹⁰⁵; Hoevenaars i in.¹⁰⁶; Spierdijk, Umar¹⁰⁷). Szczególnie silna korelacja została wykazana w przypadku nieoczekiwanej inflacji (Gorton, Rouwenhorst¹⁰⁸; Ankrim, Hensel¹⁰⁹) i w długich horyzontach czasowych (Gorton, Rouwenhorst¹¹⁰; Roache, Attie¹¹¹). Pewna liczba badań analizowała możliwości zabezpieczenia się przed inflacją przy pomocy inwestycji w poszczególne sektory rynku towarowego lub wręcz pojedyncze surowce (Erb, Harvey¹¹²; Kat, Oomen¹¹³; Woodard¹¹⁴).

Uogólniając, można skonkludować, że korelacja jest wyjątkowo silna w przypadku

surowców energetycznych i metali przemysłowych, natomiast stosunkowo niska w odniesieniu do surowców rolnych i metali szlachetnych¹¹⁵. Z uwagi na fakt, iż większość surowców wchodzących w skład popularnych indeksów rynków towarowych jest notowana w dolarach amerykańskich, zdolność surowców do zabezpieczania przed ryzykiem inflacji wydaje się być przede wszystkim zjawiskiem dolarowym. Wiele badań sugeruje, że choć współczynniki korelacji z inflacją w USA są wysokie i istotne statystycznie, analogiczne zależności w Europie czy Japonii nie są tak oczywiste¹¹⁶.

Jakkolwiek dowody z niektórych rynków rozwijających się, jak choćby Indii, wskazują na zdolności do zabezpieczania przed inflacją także poza Stanami Zjednoczonymi¹¹⁷. Brown i Yucel analizowali, jak zmienność cen ropy naftowej wpływa na wybrane procesy ekonomiczne poprzez kanały transmisji¹¹⁸. Zmiany cen ropy poprzez kanał podaży mają bezpośredni wpływ na produkcję, gdzie przyczyną są zmiany marginalnych kosztów produkcji. Z kolei kanał inflacyjny pozwala wykazać efekt zmian cen ropy na inflację bazową lub oczekiwania inflacyjne¹¹⁹.

Bernanke i in. wskazują, że spadki cen surowca w wyniku odpowiedniej reakcji banku

-
- 103 P. Kaplan, S. Lummer, *Update: GSCI collateralized futures as a hedging and diversification tool for institutional portfolios*, "Journal of Investing" 1998, Vol. 7, Issue 4, s. 11–17.
- 104 G. Gorton, K. Rouwenhorst, *Facts and fantasies about commodity futures*, "Financial Analysts Journal" 2006, Vol. 62, No. 2, s. 47–68.
- 105 H. Kat, R. Oomen, *What energy investor should know about commodities*, Part II: *Multivariate return analysis*, "Alternative Investment Research Centre Working Paper" 2006, No. 33.
- 106 R. Hoevenaars, R. Molenaar, P. Schotman, T. Steenkamp, *Strategic asset allocation with liabilities: beyond stocks and bonds*, "Journal of Economic Dynamics & Control" 2008, Vol. 32, s. 2939–2975.
- 107 L. Spierdijk, Z. Umar, *Are commodity futures a good hedge against inflation?* "Netspar Discussion Paper" No. 11/2010–078, 2013.
- 108 G. Gorton, K. Rouwenhorst, *Facts and fantasies about commodity futures...*
- 109 E. Ankrim, C. Hansel, *Commodities in asset allocation...*
- 110 G. Gorton, K. Rouwenhorst, *Facts and fantasies about commodity futures...*
- 111 S. Roache, A. Attie, *Inflation hedge for long-term investors*, "IMF Working Paper" 2009, No. 09/90.
- 112 C. Erb, C. Harvey, *The strategic and tactical value of commodity futures*, "Financial Analyst Journal" 2006, Vol. 62, Issue 2, s. 69–97.
- 113 H. Kat, R. Oomen, *What energy investor should know about commodities...*
- 114 J. Woodard, *Commodity futures investments: a review of strategic motivations and tactical opportunities*, [w:] Fabozzi F., Fuess R., Kaiser D., *The handbook of commodity investing*, Wiley & Sons, New York 2008, s. 5–86.

-
- 115 Z. Adams, R. Fuess, C. Kaiser, *Macroeconomic determinants of commodity futures returns*, [w:] F. Fabozzi, R. Fuess, D. Kaiser, *The handbook of commodity investing...*, s. 87–112.
- 116 Tamże.
- 117 A. Josji, *Inflation risk hedging strategy for equities using commodity futures*. *International Journal of Trade*, "Economics and Finance" 2013, Vol. 2, No. 3, s. 78–81.
- 118 S. Brown, M. Yucel, *Energy prices and aggregate economic activity and interpretative survey*, "Quarterly Review of Economic and Finance" 2002, Vol. 42, Issue 2, s. 193–208.
- 119 W. Tang, L. Wu, Z. Zhang, *Oil prices shocks and their short- and long-term effects on the Chinese economy*, "Energy Economics" 2010, Vol. 32, s. 314.

centralnego (rozluźnienie monetarne) mogą pobudzić aktywność gospodarczą kraju¹²⁰. Wiąże się to z faktem, iż spadające ceny ropy naftowej mogą powodować złagodzenie inflacji – zwłaszcza inflacji bazowej lub oczekiwań inflacyjnych¹²¹. W przypadku gdy inflacja bazowa lub oczekiwania inflacyjne nie zmniejszają się na skutek spadku cen surowca, wówczas bank centralny może nie reagować polityką monetarną na zmiany, natomiast będzie to skutkowało mniejszą reakcją aktywności gospodarczej¹²². Geise, wykorzystując modele VECM, zbadał zależność między cenami ropy naftowej a inflacją w okresie styczeń 1995–kwiecień 2014 dla takich krajów jak: Niemcy, Francja, Dania, Holandia, Polska i Czechy, wykazuje, że w badanych gospodarkach istnieje jednokierunkowa zależność przyczynowa w sensie Grangera od cen ropy do produkcji i inflacji (z wyjątkiem Holandii i Czech)¹²³.

Badania empiryczne skupiające się na wpływie oczekiwanej inflacji na ceny złota nie pozwalają na wyciągnięcie jednoznacznych wniosków¹²⁴. Niektóre z nich wskazują, że istnieje związek pomiędzy cenami złota, a oczekiwaniami inflacyjnymi¹²⁵, inne

natomiast udowadniają, że cena złota nie jest wskaźnikiem wyprzedzającym inflację¹²⁶, albo że ceny złota są negatywnie skorelowane z oczekiwaną inflacją, czyli innymi słowy – wynika z nich, że wyższe ceny złota są związane z niższą oczekiwaną inflacją. Z analiz przeprowadzonych np. przez Blose'a na danych z okresu marzec 1988–luty 2008 wynika, że ceny złota nie zmieniają się pod wpływem zmian oczekiwań inflacyjnych, a inwestorzy nie mogą określać rynkowych oczekiwań inflacyjnych, posiłkując się jedynie cenami złota¹²⁷.

3.3. KSZTAŁTOWANIE SIĘ INFLACJI W POLSCE I W EUROPIE

Wykres 2 prezentuje zmiany CPI w Polsce od stycznia 2001 do września 2022 roku. W okresie styczeń 2001–luty 2021 CPI sporadycznie przekraczał wartość 105 pkt. proc., jednak po lipcu 2021 można mówić o trwałym pozostawaniu indeksu powyżej wartości 105 pkt. Na koniec Września 2022 roku była to wartość 117,2 pkt. Cel inflacyjny w Polsce jest wyznaczony na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień 0 ± 1 pkt. proc. i ma charakter średnioterminowy, co oznacza, że dynamika cen może okresowo być wyższa lub niższa od celu inflacyjnego.

120 B. Bernanke, M. Gertler, M. Watson, *Systematic monetary policy and the effects of oil prices shocks*, "Brooking Papers on Economic Activity" 1997, nr 1, s. 91–157.

121 L. Alvarez, S. Hurtado, I. Sanchez, C. Thomas, *The impact of oil prices changes on Spanish and Euro area consumer price inflation*, "Economic Modeling" 2011, vol. 28, issue 1–2, s. 422–431.

122 B. Hunt, P. Isard, D. Laxton, *The macroeconomic effects on higher oil prices*, "IMF Working Paper" 01/14, 2001.

123 A. Geise, *Wpływ cen ropy naftowej na produkcję i inflację w wybranych państwach Unii Europejskiej*, „Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych” 2015, vol. 16, nr 3, s. 48–59.

124 A. Kasprzak-Czelej, *Inwestycje w złoto jako zabezpieczenie przed inflacją*, „Annales H, Oeconomia” 2015, Vol. 49, No. 4, s. 205–214.

125 B. Adrangi, A. Chatrath, K. Raffiee, *Economic activity, inflation and hedging: the case of gold and silver*

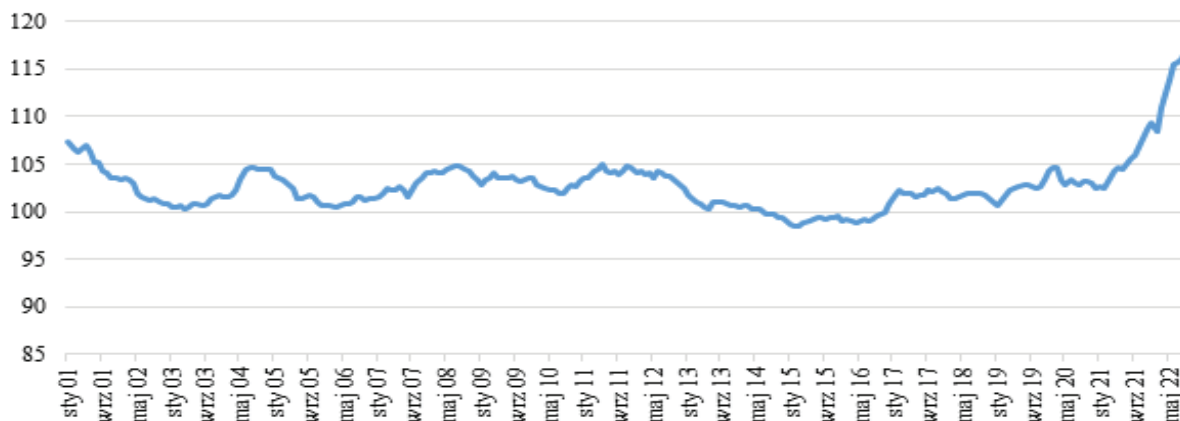
investments, "Journal of Wealth Management" 2003, 6(2), s. 74.

126 S. Cecchetti, R. Chu, C. Steindel, *The unreliability of inflation indicators*, "Current Issues in Economics and Finance" 2000, Vol. 6, No. 4, s. 4–5.

127 L. Blose, *Gold prices, cost of carry, and expected inflation*, "Journal of Economics and Business" 2010, Vol. 62, Issue 1, s. 35–47.

ROZDZIAŁ III. WPŁYW STOPY INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA

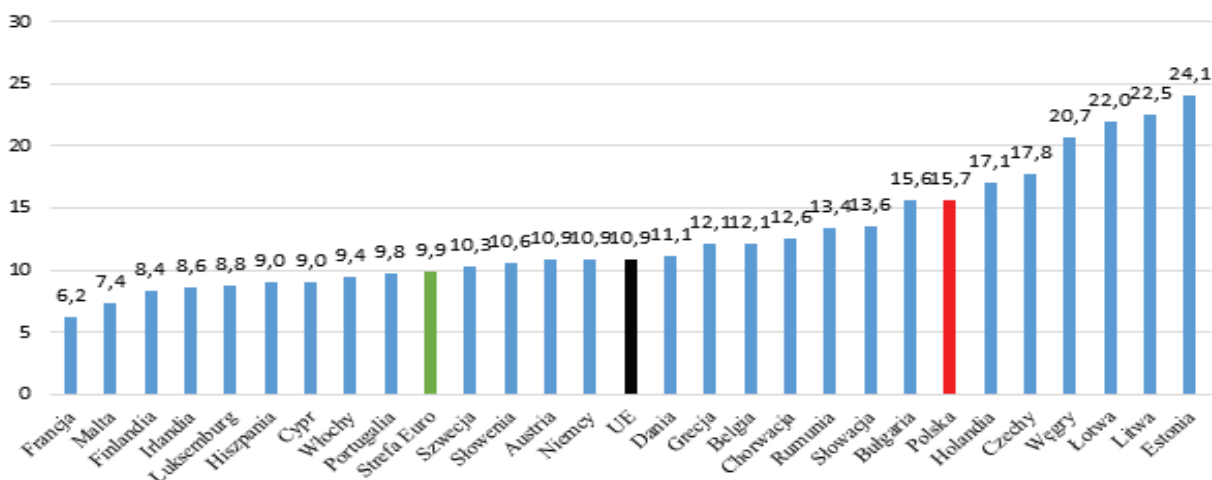
Wykres 2. Wykres CPI w ujęciu r/r (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bazowa/bazowa.htm> [dostęp: 14.11.2022].

Na wykresie 3 została zamieszczona wysokość inflacji na koniec Września 2022 roku dla krajów należących do UE. Najniższą wartość inflacji odnotowano we Francji (6,2%), a najwyższą w Estonii (24,1%). W całej UE wysokość inflacji była taka sama jak w Niemczech i kształtowała się na poziomie 10,9%, podczas gdy w strefie euro wyniosła 9,9%. Analizując dane z wykresu 2, można zauważyć, że w krajach Europy Zachodniej wartość inflacji jest niższa niż w krajach Europy Wschodniej i Południowej.

Wykres 3. Inflacja HICP (w % r/r) w krajach UE we wrześniu 2022 roku



Źródło: Opracowanie własne, dane Eurostat.

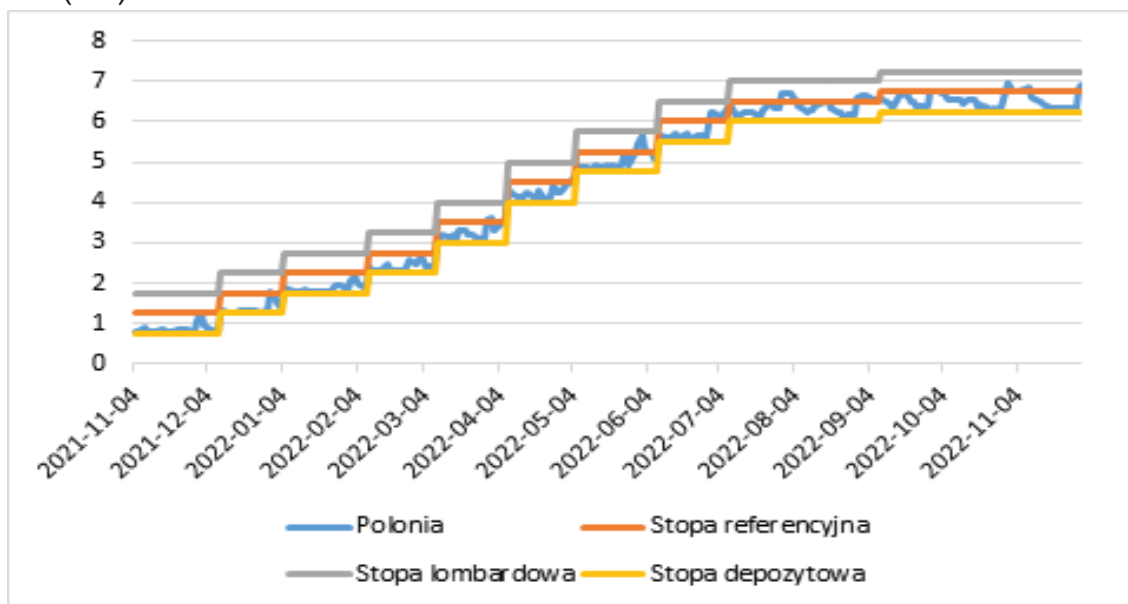
Wzrost inflacji był spowodowany czynnikami wewnętrznymi (podaż pieniądza) oraz zewnętrznymi. W przypadku tych ostatnich należy zwrócić uwagę na zamknięcie łańcuchów dostaw z powodu pandemii Covid-19, a później wybuch konfliktu Rosja-Ukraina, co w konsekwencji doprowadziło do gwałtownego wzrostu cen wybranych surowców rolnych (kukurydza, pszenica) oraz energetycznych (ropa naftowa, gaz ziemny).

Wzrostowi inflacji najczęściej towarzyszą określone działania banku centralnego zmierzające do obniżenia inflacji tak, aby utrzymywała się ona w granicach tzw. celu inflacyjnego. Ponadto rynkowa stopa procentowa, za którą w Polsce można uznać stawki WIBOR, podąża za główną

3.3. KSZTAŁTOWANIE SIĘ INFLACJI W POLSCE I W EUROPIE

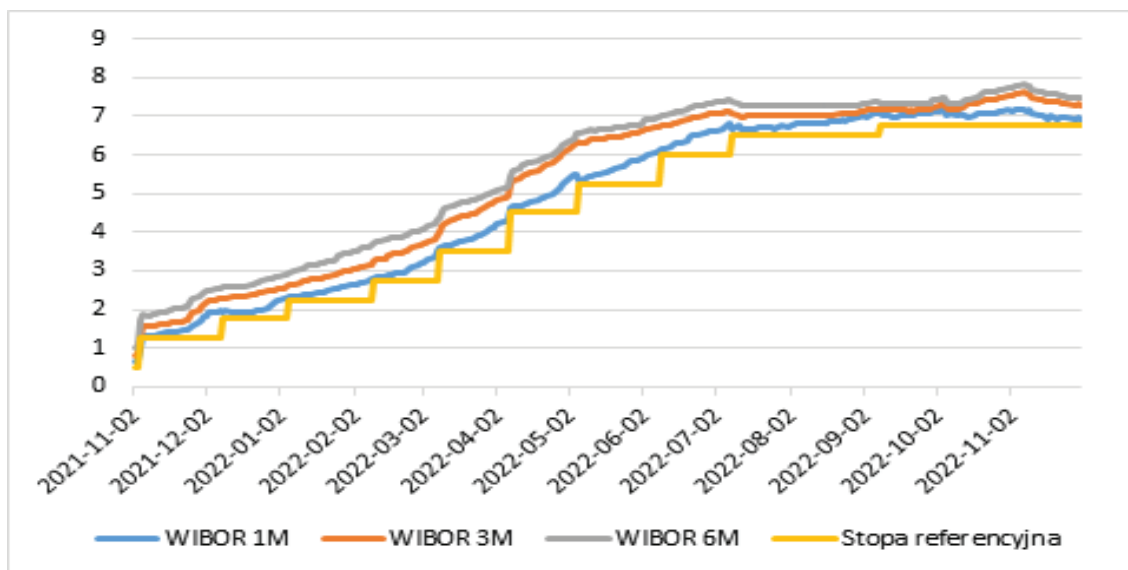
stopą banku centralnego¹²⁸, wyrażając jednocześnie oczekiwania co do zmiany stopy banku centralnego w przyszłości – por. wykres 4 i 5.

Wykres 4. Kształtowanie się podstawowych stóp NBP (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Wykres 5. Zmiana stawek WIBOR i stopy referencyjnej NBP (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

128 W Polsce jest to stopa referencyjna Narodowego Banku Polskiego.

3.4. WPŁYW INFLACJI NA WYBRANE SEGMENTY RYNKU FINANSOWEGO

Rynek akcji

Wzrost inflacji przekłada się negatywnie na kursy notowanych akcji:

1. Wzrostowi inflacji towarzyszy najczęściej wzrost głównej stopy banku centralnego, co prowadzi do wzrostu oprocentowania lokat w bankach komercyjnych. Inwestorzy operujący na rynku akcji przenoszą zainwestowane środki z tego właśnie rynku na rynek depozytów banków lub na papierów dłużnych (o zmiennej stopie zwrotu lub stopie zwrotu indeksowanej inflacją). Wycofywanie środków z rynku akcji staje się bezpośrednią przyczyną spadku ich cen.
2. Wzrost głównej stopy banku centralnego przekłada się na wyższą tzw. stopę wolnej od ryzyka (*risk free rate* – r_F)¹²⁹, co z kolei prowadzi do wzrostu kosztu kapitału w teorii *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)¹³⁰:

$$r_E = r_F + \beta \cdot (r_M - r_F)$$

gdzie:

- r_E – koszt kapitału własnego
- r_M – stopa zwrotu z portfela rynkowego
- β – współczynnik ryzyka systematycznego.

Wzrost kosztu kapitału własnego oraz kapitału obcego (koszt kredytu, wyemitowanych obligacji) prowadzi do wyższego średniego

ważonego kosztu kapitału (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC)¹³¹:

$$WACC^{AT} = \frac{E \cdot r_E + D \cdot r_D \cdot (1 - T)}{E + D}$$

gdzie:

- E – wielkość kapitału własnego
- D – wielkość kapitału obcego
- r_d – średni koszt kapitału obcego
- T – stawka podatkowa.

Z uwagi na fakt, że w modelach wyceny akcji dywidendowych i Cash Flow przyszłe strumienie Cash Flow oraz wartość firmy po okresie prognozy (*Terminal Value*), dyskontuje się za pomocą wyższych WACC^{AT}, wycena akcji poszczególnych firm spada¹³²:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{FCF_t}{(1 + WACC_t^{AT})^t} + \frac{TV_T}{(1 + WACC_t^{AT})^T}$$

gdzie:

V_0 – wartość wycenianych akcji w chwili $t=0$

FCF_t – Cash Flow z punktu widzenia firmy (*Free Cash Flow to the Firm*) w chwili t

$WACC_t^{AT}$ – średni ważony koszt kapitału (po podatku) w chwili t

TV_T – wartość końcowa firmy po okresie prognozy (*Terminal Value*) w chwili T

T – liczba lat, dla których sporządzana jest prognoza FCF.

Spadek wartości wycenianych firm V_0 prowadzi do wystawienia rekomendacji „sprzedaj” przez biura maklerskie, a tym

129 Przyjmuje się, że jest to oprocentowanie obligacji o określonym terminie zapadalności. O ile wcześniej powszechnie stosowano stopę obligacji 10-letnich, o tyle po kryzysie na rynku sub-prime przyjmuje się oprocentowanie obligacji o krótszych terminach zapadalności, np. 5- lub nawet 2-letnich.

130 K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżyniera finansowa*, WN PWN, Warszawa 2004, s. 167–173.

131 Wzór opisuje średni ważony koszt kapitału po podatku (AT – after tax). P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa 2007, s. 102.

132 Do wyceny za pomocą FCF (*free cash flow to the firm*). Analogiczny spadek wartości wycen będzie miało miejsce przy wykorzystaniu *cash flow* (FCC – *Free Cash Flow to the Capital*) oraz FCE (*Free Cash Flow to Equity*). K. Borowski, *Analiza fundamentalna, metody wyceny przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2014, s. 134.

3.4. WPŁYW INFLACJI NA WYBRANE SEGMENTY RYNKU FINANSOWEGO

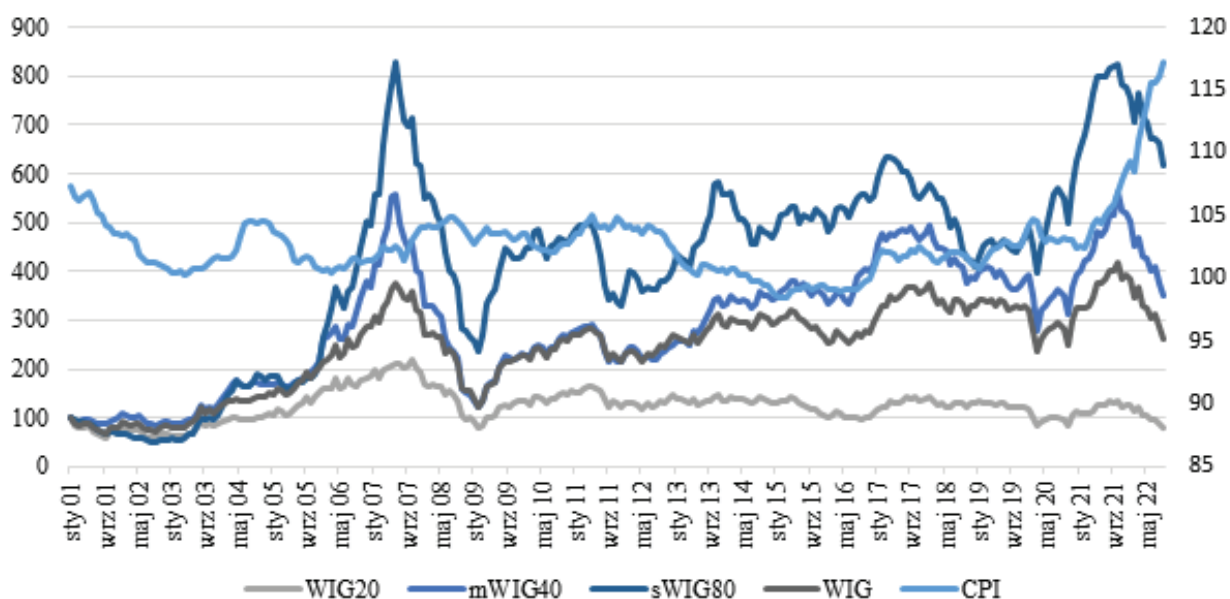
samym do wyprzedaży akcji przez odbiorców tych rekomendacji, tj. inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych.

3. Wzrost kosztu kapitału przekłada się negatywnie na zyski firm. Wysoka inflacja wpływa na ograniczenie przez przedsiębiorstwa kosztów finansowych, co przyczynia się do obniżenia ich skłonności do zadłużania się¹³³, a także do zmniejszenia ekspansji¹³⁴. Fakt ten prowadzi do zmniejszenia zadłużenia ogółem oraz wykorzystywanego kredytu bankowego¹³⁵. Należy pamiętać, że w okresie recesji przedsiębiorstwa, zamiast finansowania swojej działalności długiem, posiłkują się kapitałem własnym¹³⁶, natomiast decyzje w zakresie doboru kapitału mogą być zróżnicowane

ze względu na przynależność do określonego sektora gospodarczego¹³⁷.

Na wykresie 6 zostały zamieszczone wartości głównych indeksów GPW w Warszawie, tj. WIG20, mWIG40, sWIG80 i WIG na tle CPI (wartości indeksów w cenach zamknięcia na koniec ostatniej sesji w miesiącu). W przypadku umiarkowanych wartości CPI, tj. nie wyższych niż 105 pkt proc., za zmiany indeksów odpowiadała ogólna sytuacja makroekonomiczna Polski. Jednak wzrostowi poziomu CPI od lipca 2021 roku towarzyszył spadek wartości wszystkich analizowanych indeksów giełdowych.

Wykres 6. Wartości głównych indeksów GPW w Warszawie (lewa skala) oraz CPI (prawa skala). Wartości indeksów na koniec miesiąca w cenach zamknięcia)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW.

133 J. Koralun-Bereźnicka, *Wpływ kraju i sektora oraz wielkość przedsiębiorstwa na strukturę kapitału przedsiębiorstwa w krajach Unii Europejskiej*, Wydawnictwo UG, Gdańsk 2016, s. 34.

134 A. Zaremba, *Giełda. Podstawy inwestowania*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2013, s. 20.

135 A. Białek-Jaworska, N. Nehrebecka, *Struktura kapitałowa przedsiębiorstw w świetle wyników badań*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2015, Vol. 137, no. 81, s. 29–52.

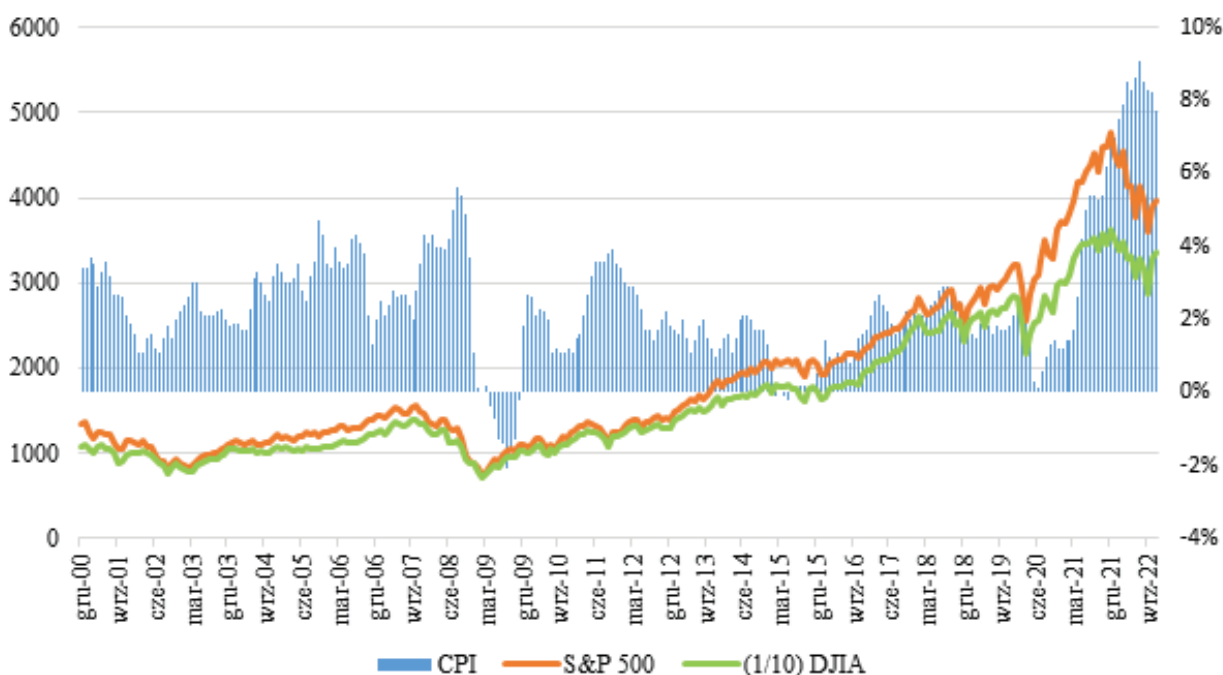
136 A. Levy, Hennessy, *Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions?*, „Journal of Monetary Economics” 2007, Vol. 54, No. 6, s. 1545–1564.

137 P. MacKay, G. Phillips, *How does industry affect firm financing structure?*, „Review of Financial Studies” 2005, Vol. 18, No. 4, s. 1433–1466 oraz M. Mądra-Sawicka, A. Kalisiak, *Mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw budowlanych na przykładzie spółek giełdowych – wyniki empiryczne na podstawie danych panelowych*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2017, nr 5(89), s. 89–101.

ROZDZIAŁ III. WPŁYW STOPY INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNĄ

Wykres 7 obrazuje zachowanie się indeksów S&P 500 oraz DJIA na tle CPI w USA. Wzrostowi wartości CPI na początku XXI wieku oraz w 2008 roku oraz grudzień 2010–październik 2011 towarzyszył spadek wartości obu indeksów. Analogiczną uwagę można poczynić także dla okresu grudzień 2021–październik 2022.

Wykres 7. Wartości indeksów S&P 500 i DJIA¹³⁸ (lewa skala) oraz CPI (prawa skala). (Wartości indeksów na koniec miesiąca w cenach zamknięcia)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Trading Economics, Investing.com.

W tabeli 1 zostały zamieszczone zmiany procentowe wybranych indeksów giełdowych w okresie jednego roku i trzech lat. W okresie jednego roku, tj. w czasie kiedy większość krajów rejestruje wyższą inflację, najwyższy wzrost indeksów giełdowych został zarejestrowany dla Turcji (Indeks BIST 100: 178,17%)

i Brazylii (Indeks Bovespa: 9,92%). Z kolei najniższe stopy zwrotu były udziałem giełd Rosji (MOEX: -46,67%) i Wietnamu (VN30: -38,12%). Stopa zwrot na polskiej giełdzie najeźłała do najniższych i wyniosła: 24,62% dla indeksu WIG20 oraz -25,27% dla indeksu WIG30.

W trzyletnim horyzoncie czasowym najwyższa stopa zwrotu była udziałem giełdy tureckiej (indeks BIST 100: 350,6%) i w Indiach (indeks Nifty 50: 54,446%), zaś najniższa została odnotowana dla giełdy w Singapurze (indeks

Hang Seng: -30,65%) i Rosji (indeks MOEX: -24,6%). Podobnie jak w horyzoncie rocznym, trzyletnie stopy zwrotu na GPW w Warszawie należały do najniższych na całym świecie i wyniosły odpowiednio dla indeksów WIG20 i WIG30: -21,8% i -15,93%.

138 Wartość indeksu DJIA została zmniejszona 10-krotnie dla zapewnienia porównywalności z indeksem S&P 500 (wykorzystano tę samą skalę).

3.4. WPŁYW INFLACJI NA WYBRANE SEGMENTY RYNKU FINANSOWEGO

Tabela 1. Zmiany wartości poszczególnych indeksów giełdowych w procentach w rocznym i trzyletnim horyzoncie czasowym

Indeks	Symbol	1 rok	3 lata	Indeks	Symbol	1 rok	3 lata
BIST 100	XU100	178,17	350,6	DAX	DE30	-11,89	8,13
S&P 500 VIX	VIX	42,08	101,74	OMXS30	OMXS30	-12,22	19,12
Bovespa	BVSP	9,92	6,2	SMI	SWI20	-12,81	6,55
IDX Composite	JKSE	5,07	14,46	AEX	AEX	-13,41	19,64
BSE Sensex	BSESN	3,18	53,42	DJ Shanghai	DJSH	-14,28	8,38
Nifty 50	NSEI	2,65	54,46	S&P 500	US500	-14,86	27,92
TA 35	TA35	2,41	15,93	BEL 20	BFX	-15,13	-6,6
PSI	PSI20	2,1	10,01	KOSPI	KS11	-16,37	14,58
S&P/BMV IPC	MXX	1,2	19,04	ATX	ATX	-17,8	0,36
FTSE 100	UK100	1,19	1,03	Taiwan Weighted	TWII	-18,16	26,13
SET	SETI	-1,64	0,96	China A50	FTXIN9	-20,21	-10,69
S&P/ASX 200	AXJO	-3,36	4,84	Russell 2000	US2000	-20,52	18,34
Nikkei 225	JP225	-5,59	20,28	SZSE Component	SZI	-23,63	16,45
Dow Jones	DJI	-6,51	19,95	WIG20	WIG20	-24,62	-21,8
Tadawul	TASI	-6,83	39,07	WIG30	WIG30	-25,27	-15,93
CAC 40	FCHI	-7,2	11,82	Nasdaq	IXIC	-28,66	32,99
S&P/TSX	GSPTSE	-7,66	17,42	Hang Seng	HK50	-28,82	-30,65
IBEX 35	ES35	-9,52	-12,13	RTSI	IRTS	-35,93	-20,33
Euro Stoxx 50	STOXX50	-11,12	5,39	VN 30	VNI30	-38,12	1,39
FTSE MIB	IT40	-11,37	4,55	MOEX	IMOEX	-46,67	-24,6
Shanghai	SSEC	-11,8	7,91				

Źródło: Opracowanie własne.

Rynek surowców

Powszechnie uważa się, że większość surowców stanowi dobre zabezpieczenie przed inflacją – por. rozdział 2. Z uwagi na fakt, iż większość cen surowców jest wyrażana w dolarze amerykańskim, właściwym wydaje się porównanie cen surowców i amerykańskiego CPI. Na wykresie 8 zamieszczone zostały ceny wybranych surowców (złoto, pszenica, kukurydza, ropa naftowa typu Brent oraz gaz naturalny). Wzrostowi inflacji w okresach:

październik 2005, wrzesień 2008, październik 2011, wrzesień 2018, towarzyszyła zwyżka cen poszczególnych surowców, chociaż można w tych przypadkach wskazać pewne wyjątki. W październiku 2005 roku cena gazu ziemnego spadała, pomimo wyraźnego wzrostu inflacji. Podobnie rzecz miała się we wrześniu 2018 roku z ceną kukurydzy.

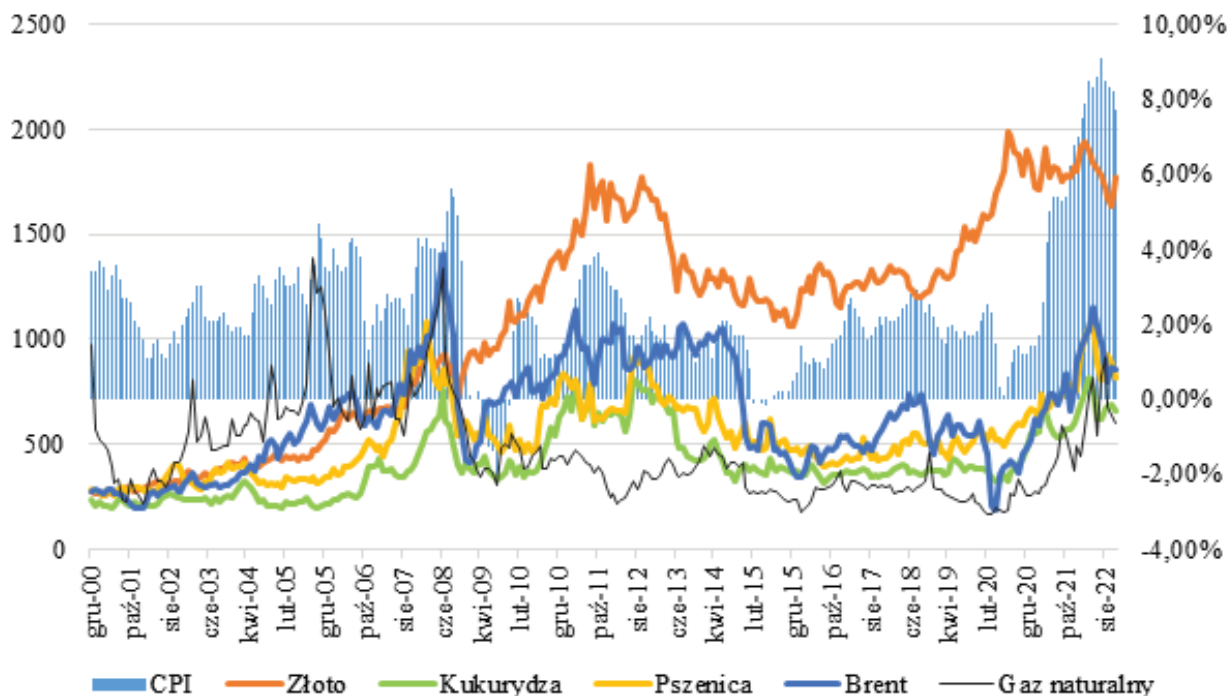
W od stycznia 2021 roku, kiedy to jest widoczny dynamiczny wzrost CPI w USA, na analizowanych rynkach również trwają trendy wzrostowe cen poszczególnych surowców.

ROZDZIAŁ III. WPŁYW STOPY INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA

Pewnym wyjątkiem jest tutaj złoto, którego cena rosła w okresie wrzesień 2018–sierpień 2020, aby następnie pozostawać w trendzie bocznym (do kwietnia 2022), a potem zniżkować,

owsa (-46,64%) oraz tarcicy (-35,12%). W trzyletnim horyzoncie najwyższe wzrosty cen były udziałem oleju sojowego (147,94% – notowania na giełdach amerykańskich) oraz gazu ziemnego (122,69%), a najniższe dla kakao (-6,66% – notowania na giełdach amerykańskich) oraz platyny (14,67%). Analiza średniego wzrostu cen dla wszystkich surowców z tabeli 3

Wykres 8. Ceny zamknięcia wybranych surowców (lewa skala) na tle amerykańskiego CPI (prawa skala)



Cena ropy naftowej została zwiększona 10-krotnie a gazu naturalnego 100-krotnie dla zapewnienia porównywalności na wspólnym wykresie.

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku rynku surowcowego należy pamiętać o wpływie konfliktu zbrojnego Rosja–Ukraina, którego wybuch w dniu 24.02.2022 roku przyczynił się do wyżki większości analizowanych surowców, w tym głównie energetycznych.

W tabeli 2 zostały zaprezentowane stopy zwrotu dla wybranych surowców w horyzoncie jedno- i trzyletnim. W okresie jednego roku najwyższy wzrost cen był udziałem oleju opałowego (55,05%) i soku pomarańczowego (50,11%), zaś najniższe zostały odnotowane dla

wykazała, że był on równy w horyzoncie jednego roku i trzech lat odpowiednio: 5,55% i 49,24%.

3.4. WPŁYW INFLACJI NA WYBRANE SEGMENTY RYNKU FINANSOWEGO

Tabela 2. Zmiany wartości poszczególnych surowców w procentach w rocznym i trzyletnim horyzoncie czasowym

Towar	Symbol	1 rok	3 lata	Towar	Symbol	1 rok	3 lata
Olej opałowy	NYF	55,05%	88,19%	Pszenica US	ZW	-1,21%	61,57%
Sok Pomarańczowy	OJ	50,11%	97,08%	Cynk	MZN	-2,13%	31,26%
Nikiel	NICKEL	49,97%	93,83%	Kakao US	CC	-2,55%	-6,66%
Olej Napędowy Londyn	LGO	46,36%	72,03%	Platyna	PL	-4,28%	14,67%
Olej Sojowy US	ZL	30,13%	147,94%	XAU/USD		-4,75%	21,19%
Gaz ziemny	NG	24,29%	122,69%	Złoto	GC	-4,85%	20,98%
Ryż niełuskany	RR	23,72%	49,52%	Pallad	PA	-4,91%	24,41%
Benzyna RBOB	GPR	22,79%	54,88%	Aluminium	MAL	-6,48%	39,43%
Ropa Brent	LCO	17,74%	49,32%	Miedź	HG	-10,72%	44,20%
Kukurydza US	ZC	15,17%	78,45%	Miedź	MCU	-11,00%	43,14%
Żywiec Wołowy	LCc1	14,38%	26,98%	Srebro	SI	-13,49%	28,08%
Soja US	ZS	13,39%	57,69%	Kawa Londyn	RC	-20,21%	28,76%
Pasza dla bydła	FC	13,34%	20,95%	Bawełna US nr. 2	CT	-24,54%	39,79%
Wieprzowina	LHc1	12,25%	35,28%	Kawa US typu C	KC	-31,32%	47,04%
Ropa WTI	CL	11,42%	51,26%	Tarcica	LBc1	-36,12%	21,05%
Śruta Sojowa US	ZM	8,89%	32,86%	Owies	O	-46,64%	27,70%
Cukier US nr. 11	SB	-0,73%	59,23%				

Źródło: Opracowanie własne.

Ze wzoru na wycenę obligacji o stałym kuponie, zbliżonego do wzoru na V_0 (rozdział 4), w którym nie występuje wartość rezydualna, wynika, że wzrost stóp procentowych na rynku prowadzi do spadku cen obligacji P_0 , a tym samym do wzrostu ich rentowności¹³⁹:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{CF_t}{(1+r_t)^t}$$

gdzie:

V_0 – wartość wycenianych akcji w chwili $t=0$

CF_t – w chwili t (kupon lub wartość nominalna obligacji)

r_t – stopa dyskonta w chwili t

T – liczba lat do wykupu obligacji.

W tabeli 3 zamieszczone zostały rentowności 10-letnich obligacji rządowych o stałym oprocentowaniu. W przypadku Polski rentowność ta wynosiła 7,165% i była wyższa o 506,9 punktów bazowych od rentowności obligacji niemieckich (2,0965%) i 338 punktów bazowych w stosunku do rentowności obligacji amerykańskich (3,79%).

ROZDZIAŁ III. WPŁYW STOPY INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNĄ

Tabela 3. Rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych dla wybranych krajów oraz spread w stosunku do obligacji niemieckich i amerykańskich (dane na 15.11.2022)

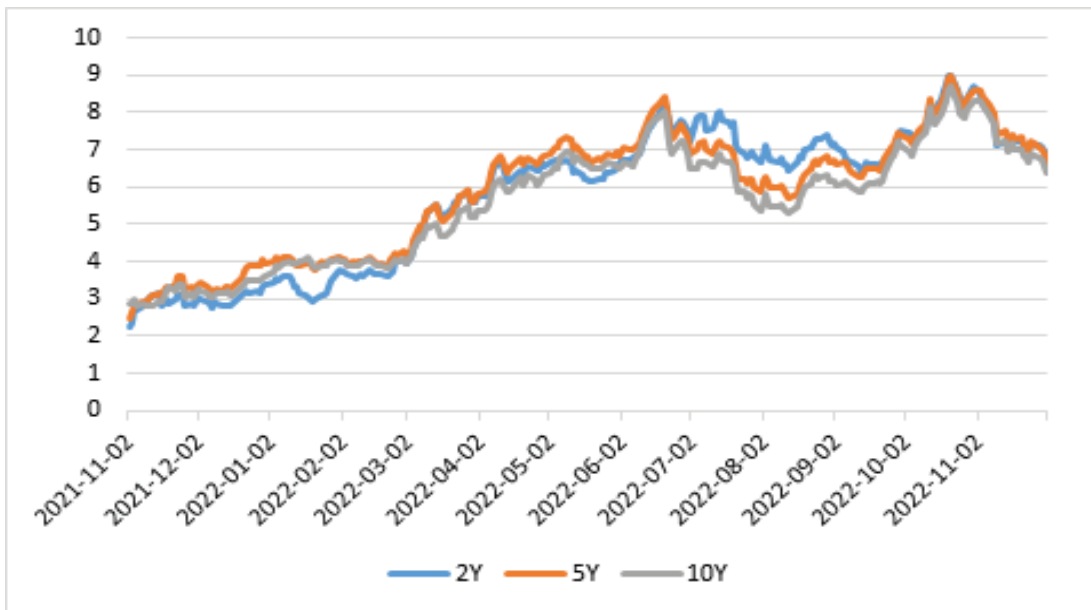
Kraj	Rentowność	Vs. Bund	Vs. T-Note	Kraj	Rentowność	Vs. Bund	Vs. T-Note
Australia	3,696	159,5	-9,8	Izrael	3,204	110,7	-58,6
Austria	2,674	57,8	-111,6	Japonia	0,241	-185,5	-354,9
Belgia	2,646	54,5	-114,8	Kanada	3,144	104,7	-64,6
Brazylia	13,077	1098	928,7	Meksyk	9,493	739,7	570,3
Bułgaria	5,784	368,7	199,4	Niemcy	2,0965	0	-169,4
Chile	5,33	323,4	154	Norwegia	3,162	106,5	-62,8
Chiny	2,858	76,2	-93,2	Nowa Zelandia	4,268	217,2	47,8
Chorwacja	3,506	141	-28,4	Polska	7,165	506,9	338
Cypr	4,118	202	32,6	Portugalia	3,022	92,6	-76,8
Czechy	4,858	276,3	106,9	Rosja	10,04	794,4	625
Egipt	19,586	1749	1579,6	Rumunia	8,08	598,4	429
Finlandia	2,684	58,6	-110,8	Stany Zjednoczone	3,79	169,4	0
Francja	2,575	47,6	-121,8	Szwajcaria	1,03	-106,6	-276
Grecja	4,24	214,3	45	Szwecja	2,016	-8	-177,4
Hiszpania	3,092	99,5	-69,8	Słowacja	3,4	130,6	-38,8
Holandia	2,38	28,2	-141,1	Słowenia	3,33	123,4	-46
Hongkong	3,632	153,6	-15,8	Turcja	11,835	973,9	804,5
Indie	7,275	517,9	348,5	Węgry	8,455	635,9	466,5
Irlandia	2,592	49,5	-119,9	Wielka Brytania	3,2925	119,3	-50

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Refinitiv.

Na wykresie 9 zamieszczone zostały rentowności polskich obligacji rządowych dla terminów zapadalności: 2 lata, 5 lat i 10 lat w okresie listopad 2021 –listopad 2022. Widać wzrost rentowności o ok. 4 pkt. proc. dla obligacji 10-letnich.

3.4. WPŁYW INFLACJI NA WYBRANE SEGMENTY RYNKU FINANSOWEGO

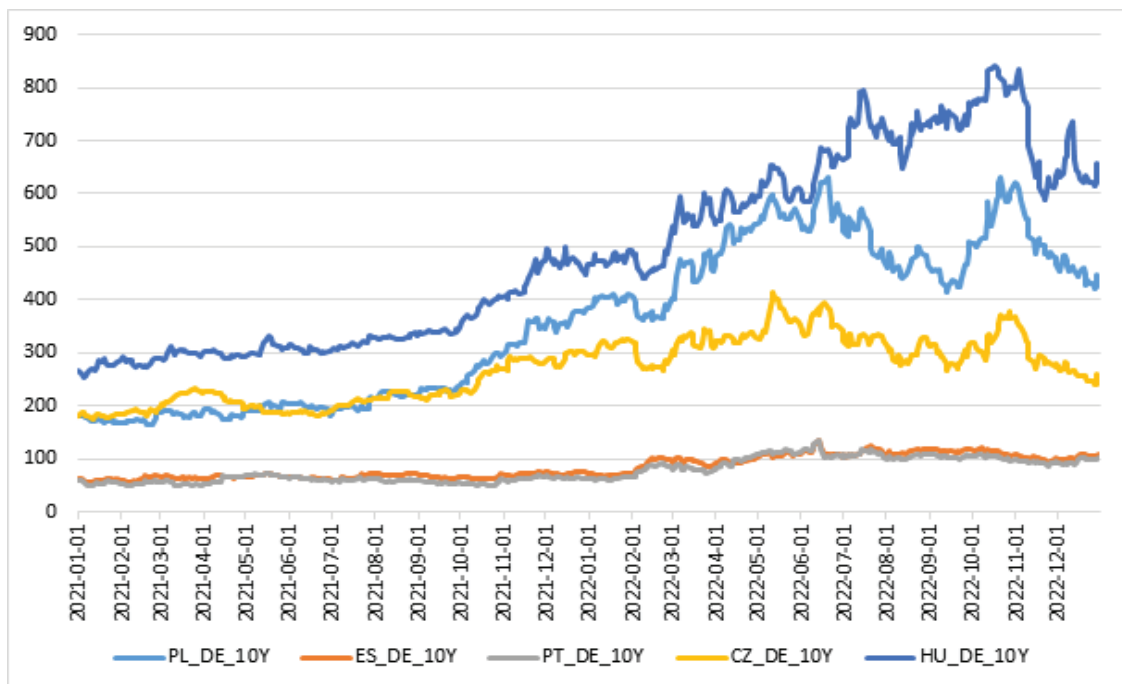
Wykres 9. Rentowności polskich obligacji rządowych w okresie listopad 2012–listopad 2022 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, Statystyka Rynku Finansowego, Tygodnik, 14.11.2022.

Z kolei na wykresie 10 zamieszczono kształtowanie się spreadów 10-letnich obligacji rządowych dla wybranych krajów europejskich w stosunku do rentowności obligacji Niemiec.

Wykres 10. Spready 10-letnich obligacji rządowych Polski, Czech, Węgier, Hiszpanii i Portugalii w stosunku do obligacji Niemiec w okresie listopad 2012–listopad 2022 (w punktach bazowych)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, Statystyka Rynku Finansowego, Tygodnik, 14.11.2022.

ROZDZIAŁ III. WPŁYW STOPY INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNĄ

Dla obligacji polskich wielkość tego spreadu była niższa niż dla obligacji węgierskich i wyższa niż dla obligacji czeskich¹⁴⁰ i znacznie wyższa od obligacji Portugalii i Hiszpanii.

Wzrost inflacji w USA oraz Niemczech przyczynił się do wzrostu rentowności obligacji 10-letnich w obu tych krajach – por. wykres 11.

Wykres 11. Rentowności 10 – letnich obligacji USA (niebieski) i Niemiec (pomarańczowy) (w %)



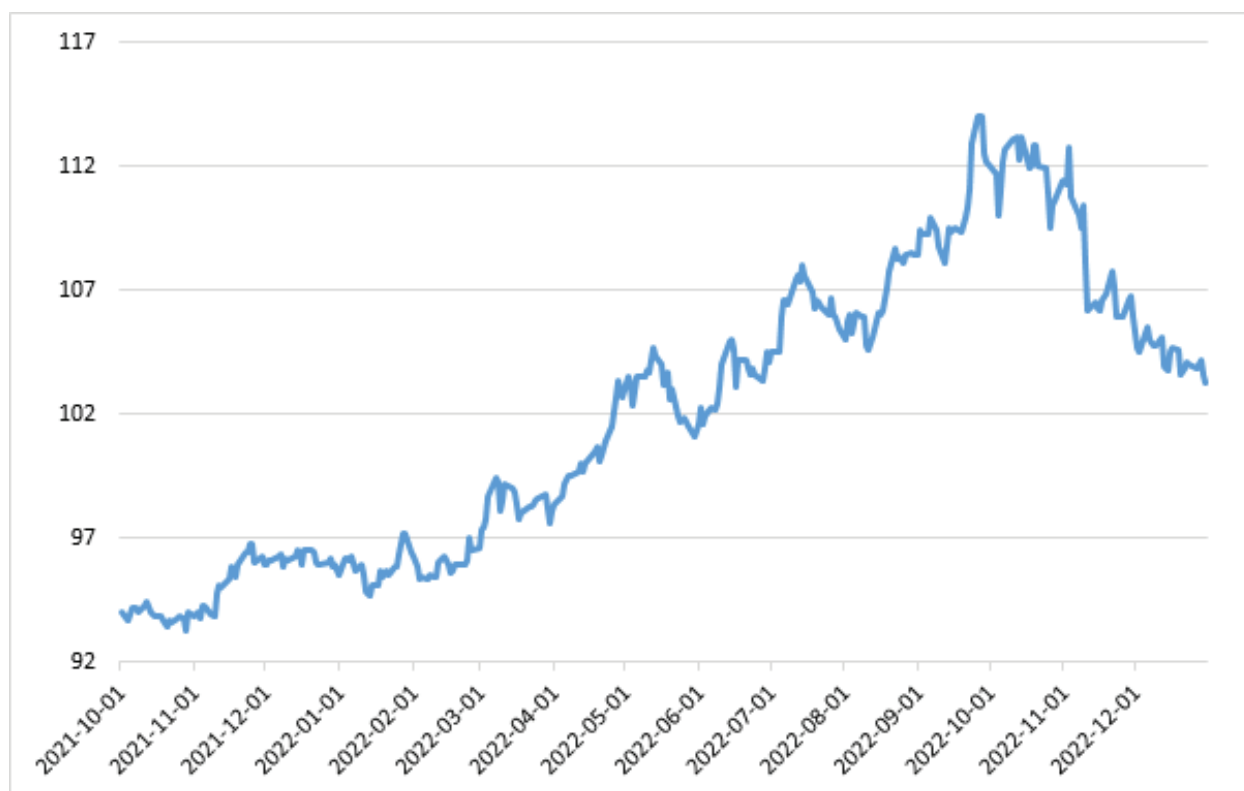
Źródło: Strona internetowa: <https://pl.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-streaming-chart> (15.11.2022).

Rynek walutowy

Wzrost inflacji w ciągu ostatniego roku oraz podwyżki stóp procentowych, przeprowadzone przez banki centralne poszczególnych krajów z pewnością przekładały się na zmiany kursów poszczególnych walut. Po wybuchu konfliktu Rosja–Ukraina stała się widoczna aprecjacja kursu USD w stosunku do innych walut – zostało to zobrazowane na wykresie cen kontraktów terminowych na US Dollar Index – por. wykres 12 i 14.

¹⁴⁰ Co można wytłumaczyć różnicą rankingów tych trzech krajów: Polska (A-), Czechy (AA-) i Węgry (BBB) wg agencji S&P.

Wykres 12. Cena kontraktów terminowych na US Dollar index



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony internetowej: <https://pl.investing.com/> [dostęp: 15.11.2022].

Inflacja jest jednym z najważniejszych czynników służących do oceny makroekonomicznej kraju. Oddziałuje nie tylko na samą gospodarkę, ale również na poszczególne segmenty rynków finansowych. Inwestorzy z uwagą śledzą odczyty bieżącej inflacji, a także prognozy dotyczące inflacji oczekiwanej.

Wykres 13. Kurs EUR/PLN na tle skumulowanych zmian walut rynków wschodzących



Indeks walut EM obejmuje kraje: Polska, Czechy, Węgry, Turcja, Rosja, Izrael, Argentyna, Brazylia, Chile, Kolumbia, Meksyk, Peru, Korea, Tajlandia, Indie, Indonezja, Malezja, Filipiny i RPA.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, Statystyka Rynku Finansowego, Tygodnik, 14.11.2022.

Zarówno pozytywne, jak i negatywne zaskoczenia przekładają się natychmiast na ceny poszczególnych instrumentów finansowych, co było doskonale widoczne we wzrostach cen akcji na giełdzie amerykańskiej (New York Stock Exchange) po publikacji październikowego (2022 rok) odczytu amerykańskiej inflacji.

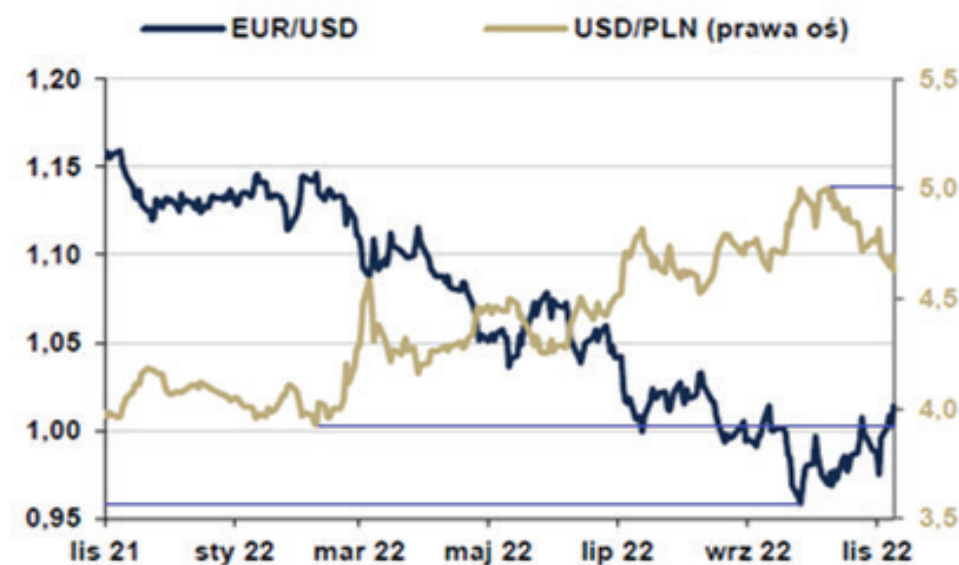
Na te pozytywne informacje wzrostami zareagowały w ciągu następnych sesji również inne giełdy oraz pozostałe segmenty rynku

finansowego. W tej chwili wydaje się, że amerykańska inflacja jest jedną z najważniejszych determinant, na którą czekają inwestorzy, a dopiero potem w kręgu zainteresowania inwestorów w poszczególnych krajach znajdują się odczyty inflacji lokalnej.

W ciągu roku najwięcej zyskał dolar amerykański w stosunku do tureckiej liry (75,43%) i jena japońskiego (22,34%), zaś najwięcej stracił w stosunku do rosyjskiego rubla (-16,77%) (tab. 4).

3.4. WPŁYW INFLACJI NA WYBRANE SEGMENTY RYNKU FINANSOWEGO

Wykres 14. Kurs EUR/USD i USD/PLN



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, Statystyka Rynku Finansowego, Tygodnik, 14.11.2022.

W horyzoncie trzyletnim największa aprecjacja została odnotowana dla pary walutowej CHF/JPY (34,91%) przed USD/JPY (28,35%), a największa deprecjacja była udziałem pary EUR/CHF (-10,35%). W horyzoncie rocznym

wartość głównych kryptowalut traciła w stosunku do walut głównych: BTC/USD (-72,21%) ETH/USD (-71,16%), jednak w trzyletnim horyzoncie czasowy najwyższe były stopy zwrotu dla par: ETH/USD (573,53%) i BTC/EUR (109,46%).

Tabela 4. Roczne i trzyletnie zmiany kursów wybranych par walut

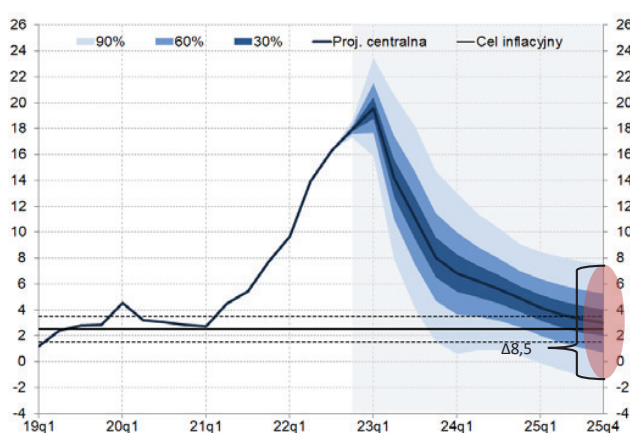
Symbol	1 rok	3 lata	Symbol	1 rok	3 lata
USD/TRY	75,43%	224,03%	GBP/PLN	-3,25%	7,65%
USD/JPY	22,34%	28,35%	EUR/CAD	-3,32%	-5,57%
CHF/JPY	20,62%	34,91%	USD/MXN	-6,36%	0,79%
USD/SEK	17,86%	8,34%	EUR/CHF	-6,68%	-10,35%
EUR/JPY	12,50%	20,89%	AUD/USD	-6,87%	-0,76%
USD/CNY	11,08%	1,08%	GBP/CAD	-7,29%	-7,63%
USD/PLN	9,88%	17,00%	EUR/USD	-8,03%	-5,79%
CHF/PLN	8,27%	22,91%	JPY/PLN	-10,19%	-8,96%
GBP/JPY	7,87%	18,26%	GBP/USD	-11,82%	-7,85%
EUR/GBP	4,32%	2,25%	USD/RUB	-16,77%	-5,31%
USD/CHF	1,45%	-4,85%	BTC/EUR	-69,80%	109,46%
EUR/PLN	1,04%	10,20%	ETH/USD	-71,16%	573,53%
EUR/AUD	-1,23%	-5,05%	BTC/USD	-72,21%	96,57%
AUD/CAD	-2,07%	-0,50%			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Refinitiv.

ROZDZIAŁ III. WPŁYW STOPY INFLACJI NA STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNĄ

Większość banków centralnych koncentruje się obecnie na implementacji rozwiązań mających doprowadzić inflację do określonego, niskiego poziomu – przypomnijmy, że w Polsce cel inflacyjny wynosi 2,5% z odchyleniem w górę i w dół o 1 pkt. proc. Obecna prognoza Narodowego Banku Polskiego zakłada poziom CPI w latach 2022–2025, odpowiednio w wysokości: 14,5; 13,5%, 5,9% i 3,5% – por. wykres 15¹⁴¹.

Wykres 15. CPI i jej projekcja do końca 2025 roku wg NBP (Model NECMOD, w %)

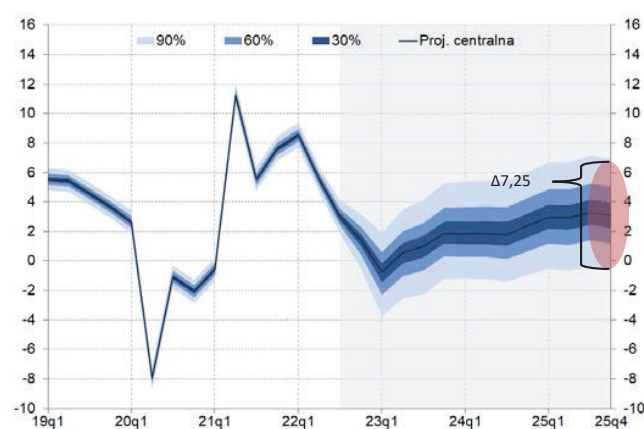


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/projekcja_inflacji.html [dostęp: 15.11.2022].

Jedynie skoordynowane działania polityki monetarnej prowadzone przez Narodowy Bank Polski wraz z odpowiednio stosowaną polityką fiskalną, za którą odpowiedzialne jest Ministerstwo Finansów, pozwolą na obniżenie inflacji w ciągu najbliższych kilku lat w pobliże celu inflacyjnego przy zapewnieniu wzrostu PKB na odpowiednim poziomie (por. wykres 16) i zwiększenie tym samym stabilności finansowej naszego kraju.

Należy jednak pamiętać, że z uwagi na fakt, iż znaczna część inflacji w Polsce zależy od czynników leżących poza granicami kraju, np. ceny surowców, osiągnięcie celu inflacyjnego w Polsce będzie możliwe dopiero po ustabilizowaniu się sytuacji międzynarodowej, w tym rozwiązaniu w jakiś sposób konfliktu Rosja–Ukraina.

Wykres 16. PKB i jego projekcja do końca 2025 roku wg NBP (Model NECMOD, w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/projekcja_inflacji.html [dostęp: 15.11.2022].

141 Opublikowana w dniu 14.11.2022 r., https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/projekcja_inflacji.html [dostęp: 15.11.2022].

ROZDZIAŁ IV

ROLA RELACJI DEFICYTU BUDŻETOWEGO DO PRODUKTU KRAJOWEGO BRUTTO DLA BUDOWANIA STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ

4.1. STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA – METODY POMIARU W OPARCIU O STAN FINANSÓW PUBLICZNYCH

Unia Europejska od kilku już lat, w ramach podejmowanych różnego rodzaju inicjatyw (Komisja Europejska, 2017; Komisja Europejska, 2021), dąży do wdrożenia rozwiązań gospodarczych opartych na koncepcji zrównoważonego rozwoju. W opracowaniach dotyczących tych zagadnień można znaleźć kierunki działań, których celem jest osiągnięcie trwałego i zrównoważonego rozwoju społeczno-gospodarczego opartego na dążeniu do połączenia dobrobytu gospodarczego ze zrównoważeniem środowiskowym i społecznym. Tak postawiony cel można określić mianem stabilności makroekonomicznej, która jest pojęciem wieloznacznym i trudnym do precyzyjnego zdefiniowania. Najogólniej utożsamiana jest z korzystną sytuacją gospodarczą w powiązaniu z sytuacją polityczną, społeczną czy demograficzną danego kraju¹⁴². W ramach tych działań uznaje się również, że musi być wspierana przez stabilny

¹⁴² A. Grynia, J. Marcinkiewicz, *Proces stabilizacji makroekonomicznej w wybranych krajach Unii Europejskiej*,

stan finansów (*sustainability finance*). Wynika to z faktu, że system finansowy jest elementem systemu gospodarczego, który składa się z dwóch zasadniczych komponentów: sektora publicznego podejmującego decyzje w ramach finansów publicznych oraz rynkowego sektora finansowego. Działania podejmowane w ramach koncepcji *sustainability finance* w swej istocie powinny przyczynić się do zmiany kierunku prowadzonych działań w obrębie finansów i wzmocnienia działań generujących długofalowy pozytywny wpływ na rozwój społeczno-gospodarczy. Szczególną rolę i znaczenie w tym zakresie przypisuje się władzy publicznej wykorzystującej finanse publiczne do osiągnięcia zrównoważonego rozwoju społeczno-gospodarczego oraz stabilności makroekonomicznej¹⁴³. Finanse publiczne w swojej istocie winny być stabilizatorem rozwoju makroekonomicznego, a decyzje w ich ramach

„Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2017, nr 319, 42–54.

¹⁴³ M. Postuła, J. Klepacki, A. Alińska, *The Impact of Standardised fiscal rules index on the Yield on Ten-Year Government Bonds in the Visegrád Group Countries in 2005–2016*, „Central European Management Journal” 2018, nr 26(3), s. 49–70, <https://doi.org/10.7206/jmba.ce.2450-7814.325> 2018.

podejmowane powinny mieć antycykliczny charakter. Działania realizowane przez instytucje sektora finansów publicznych w zakresie utrzymania *fiscal sustainability* i *public finance stability*, co do zasady muszą być rozpatrywane na dwóch płaszczyznach: wąskiej i szerokiej. Z perspektywy rozważań prowadzonych w tym raporcie istotniejsze jest spojrzenie na ten proces z węższej perspektywy, tj. kiedy *public finance stability* określa się jako działania ukierunkowane na zachowanie stabilności budżetowej. Celem tych działań jest utrzymanie deficytu sektora finansów publicznych, a co za tym idzie także deficytu budżetowego i długu publicznego na poziomie niższym niż wymagany w kryteriach z Maastricht. Oznacza to, że szeroko rozumiana koncepcja *fiscal sustainability* (stabilności budżetowej) jest bezpośrednio powiązana z polityką fiskalną, a co za tym idzie z wartością deficytu sektora finansów publicznych i dynamiką długu publicznego w relacji do PKB, tak aby mogła ona być stabilizatorem sytuacji makroekonomicznej. Pierwsze ponadnarodowe ograniczenia fiskalne na szczeblu unijnym zostały wprowadzone zapisami w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (tzw. traktat z Maastricht), który zdefiniował podstawy oceny dyscypliny fiskalnej dla krajów członkowskich. Traktat z Maastricht określał tzw. kryteria konwergencji, których wypełnienie warunkowało przystąpienie danego kraju do Unii Gospodarczej i Walutowej^{144, 145}. Pierwsze kryterium wskazuje na poziom deficytu sektora finansów publicznych, który nie powinien przekroczyć 3% PKB. Według drugiego kryterium,

poziom długu publicznego w relacji do PKB nie powinien przekroczyć 60%¹⁴⁶. Następnym dokumentem znamienym dla ram polityki fiskalnej realizowanej przez kraje Unii był Pakt Stabilności i Wzrostu z 1997 roku (PSW), który utrzymał reguły fiskalne w postaci ograniczeń odnoszących się do długu publicznego oraz deficytu sektora finansów publicznych, określone wcześniej w traktacie z Maastricht. Dodatkowo, także w wyniku kryzysu 2007–2008, został ustanowiony tzw. Pakt Fiskalny i dwa pakiety reform: „sześciopak” (2011) oraz „dwupak” (2013), a zwłaszcza dyrektywa Rady 2011/85/UE z dnia 8 listopada 2011 roku w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich, która jest składową „sześciopaku”. Rozwiązania określone w ramach „sześciopaku” stanowiły swoistą odpowiedź Unii Europejskiej na problemy państw członkowskich, zwłaszcza strefy euro, będące pokłosiem światowego kryzysu finansowo-gospodarczego¹⁴⁷. Regulacje „dwupaku” dotyczą tylko krajów strefy euro. Rozwiązania te skupiły się na podniesieniu poziomu nadzoru gospodarczego i budżetowego w krajach strefy euro (zob. rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 472/2013). Ponadto rozwiązania „dwupaku” były skierowane na poprawę monitorowania bieżącej sytuacji budżetowej, ze szczególnym uwzględnieniem wzmocnienia działań mających na celu minimalizację nadmiernych deficytów (zob. rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 473/2013; Owsiak, 2017). Procedura nadmiernego deficytu jest nakładana na kraj, którego deficyt sektora finansów publicznych liczony zgodnie z metodologią ESA95 przekraczał próg 3% PKB. Nowe rozwiązania wówczas wdrożone wprowadziły

144 L. Próchnicki, *Reguły fiskalne a stabilność fiskalna krajów Unii Europejskiej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2013, nr 1/(32), 27–50, <http://bazekon.icm.edu.pl/bazekon/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171259631> [dostęp: 15.11.2022].

145 M. Postuła, A. Kawarska, *Instrumenty zarządzania finansami publicznymi w Unii Europejskiej*, PWE, Warszawa 2022.

146 K. Maciocha, *Reguły fiskalne a kryzys zadłużeniowy w krajach Unii Europejskiej*, „Nauki o Finansach” 2017, 1(30), s. 42–53, <https://doi.org/10.15611/e21.2017.1.03> [dostęp: 15.11.2022].

147 S. Owsiak, *Finanse publiczne – współczesne ujęcie*, WN PWN, Warszawa 2017.

możliwość reagowania Unii Europejskiej nawet przy deficycie mniejszym niż 3% PKB, ale gdy dług publiczny przekroczy poziom 60% PKB. Usankcjonowana została również nowa, złota reguła salda budżetowego¹⁴⁸. Zgodnie z tą regułą strukturalny deficyt budżetowy nie może przekroczyć 0,5% nominalnego PKB danego kraju¹⁴⁹. Wśród nowych rozwiązań zawartych w regulacjach europejskich znalazła się także nowa Procedura Nierównowagi Makroekonomicznej (*Macroeconomic Imbalance Procedure* – MIP). Stanowi ona do dziś jedno z podstawowych źródeł identyfikacji oraz oceny ryzyka i nierównowag makroekonomicznych w krajach członkowskich we wczesnych fazach ich powstawania¹⁵⁰. Komisja Europejska (KE) zdecydowała się na skonstruowanie takiego narzędzia w szczególności w celu jak najszybszego rozpoznawania wszelkich oznak nierównowag makroekonomicznych, jakie można zauważyć, korzystając z określonego zestawu dostępnych danych statystycznych. W ramach szczegółowej analizy przyczyn przekroczenia progów ostrożnościowych zdefiniowanych wskaźników KE może ocenić źródła pojawiającej się niestabilności makroekonomicznej. Jednym ze wskaźników analizowanych przez Komisję Europejską pod kątem wpływu na niestabilność makroekonomiczną (jedynym odnoszącym się do stanu finansów publicznych) jest relacja długu publicznego do PKB. Wskazywana przez KE wartość referencyjna tego wskaźnika jest określana na tym samym poziomie, co w kryteriach z Maastricht, tj. 60% PKB. Należy jednak pamiętać, że sama ocena

wskaźników przez organy UE nie jest dokonywana automatycznie (pomimo że mamy do czynienia z progami referencyjnymi dla każdego wskaźnika). Ocena w zakresie MIP jest analizą sytuacji o charakterze jakościowym, w której bierze się pod uwagę otoczenie zewnętrzne i zdarzenia nadzwyczajne. W szczególności brane są pod uwagę przyczyny i skala przekroczeń progów ostrożnościowych. Dlatego w tej części raportu zostanie przedstawiony szerszy kontekst ekonomiczny mający wpływ na działania państwa w ostatnich latach, a nie jedynie ich wynik w postaci wartości danego wskaźnika.

Kolejnym, tym razem polskim, narzędziem pomagającym mierzyć stabilność makroekonomiczną jest koncepcja pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej (PSM). Ocenę w oparciu o grupę wskaźników tworzących pięciokąt stabilizacji makroekonomicznej przedstawiali liczni badacze, m.in. Kołodko¹⁵¹, Bukowski i Misala¹⁵², Matkowski i Rapacki¹⁵³, Walawski¹⁵⁴. Jednym ze wskaźników wpływających na poziom równowagi makroekonomicznej w ramach tego pięciokąta jest, według jego twórców, relacja deficytu budżetowego (dokładnie: deficytu sektora finansów publicznych) do Produktu Krajowego Brutto. Kołodko uznawany za twórcę modelu PSM jasno jednak wskazuje, że: „Wniosek, jaki z tego płynie zarówno na gruncie teorii, jak i w praktyce, brzmi: nie należy przesadzić z zaciskaniem gorsetu budżetowego na początku okresu kryzysowego, ponieważ

148 Szerzej: S. Franek, M. Postuła, *Pomiar siły instrumentów fiskalnych oraz ich skuteczność w poprawie stabilności finansów publicznych w krajach Unii Europejskiej*, „Materiały i Studia NBP” 2019, nr 334.

149 K. Marchewka-Bartkowiak, *Reguły fiskalne w warunkach kryzysu finansów publicznych*, „Ekonomia i Prawo” 2012, t. 10, nr 3, s. 47–59.

150 J. Janecki, *Pomiar i ocena stabilności makroekonomicznej w Polsce...*, s. 123–133.

151 G.W. Kołodko, *Kwadratura pięciokąta...*

152 J. Misala, S. Bukowski, *Stabilizacja makroekonomiczna w Polsce...*, s. 574–577.

153 Z. Rapacki, Z. Matkowski, *Sytuacja gospodarcza i postęp reform rynkowych w krajach postsocjalistycznych: próba oceny*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2003.

154 M. Walawski, *Stabilizacja makroekonomiczna gospodarki rosyjskiej w latach 1997–2012*, „Studia Oeconomica Posnaniensia” 2015, t. 3, nr 4, s. 67–77.

może to spowodować w okresie późniejszym względne obniżenie dochodów”.

Patrząc jedynie na te dwa instrumenty pomiaru stabilności makroekonomicznej, tj. PSM i MIP, można zauważyć, że w odniesieniu do stanu finansów publicznych uwzględnia się w nich bezpośrednio lub pośrednio poziom nierównowagi fiskalnej. Nierównowaga fiskalna jest dość powszechnym zjawiskiem i do niedawna tłumaczono ją zazwyczaj tendencją do przerzucania dyscypliny fiskalnej na kolejne rządy, a nawet na kolejne pokolenia oraz wywołującym nierównowagę makroekonomiczną¹⁵⁵. Po kryzysie 2007–2008 oraz kryzysie pandemicznym Covid-19 takie podejście wydaje się zbyt dużym uproszczeniem. Nierównowaga fiskalna jest pochodną prowadzonej polityki społeczno-gospodarczej i zdefiniowanej roli państwa w gospodarce, jaką ma dany rząd, ale także może być wynikiem antycyklicznych działań.

Patrząc na zjawisko nierównowagi fiskalnej z perspektywy historycznej, można zauważyć, że kiedy tylko pojawił się boom ekonomiczny, wtedy natychmiast podmioty gospodarcze próbowały zmniejszyć regulacyjną i kontrolującą rolę państwa, ale gdy wykryto symptomy kryzysu, wówczas oczekiwały od państwa działań wspierających przeciwdziałanie jego skutkom i stymulujących wzrost gospodarczy, wywierania wpływu i wspomagania gospodarki¹⁵⁶. Rządzący nie powinni jednak pozytywnie reagować na takiego rodzaju oczekiwania, ponieważ ich rolą jest działanie antycykliczne i podejmowanie działań długofalowo stabilizujących stan gospodarki. Kryzys wywołany pandemią Covid-19

w pełnym zakresie potwierdził takie podejście, tzn. wzrosły oczekiwania szybkiego i dużego zaangażowania finansowego państwa w sferę gospodarki realnej, uznając je za stabilizator zachodzących zjawisk makroekonomicznych. Podobnie stało się po pojawieniu się kryzysu systemu neoliberalnego w latach 2007–2008. Oczekując coraz większego zaangażowania państwa w sferę realnej gospodarki, należy zdawać sobie sprawę, że może to wywołać, a częściej pogłębić, poziom nierównowagi fiskalnej mierzony deficytem sektora finansów publicznych. Dokonując zatem oceny wpływu deficytu sektora finansów publicznych na stabilność makroekonomiczną, należy spojrzeć na to zjawisko wielopłaszczyznowo, tzn. odpowiedzieć na pytanie, czy państwo powinno ingerować w zachodzące procesy gospodarcze i do jakiego poziomu oraz czy wygenerowane saldo fiskalne w wyniku tych działań jest w stanie sfinansować poprzez emisję skarbowych papierów wartościowych oraz do jakiego poziomu jest to właściwe z punktu widzenia rozwoju społeczno-gospodarczego? Istniejące narzędzia oceny stabilności makroekonomicznej jasno wskazują, że przy dokonywaniu oceny należy przyjrzeć się szerszemu kontekstowi zachodzących zjawisk. To tylko kilka głównych zagadnień, które zostaną szerzej przedstawione w dalszej części.

4.2. EWOLUCJA – ROLA PAŃSTWA W OTOCZENIU MAKROEKONOMICZNYM W OSTATNIM DZIESIĘCIOLECIU

Mając na uwadze, że na stabilność makroekonomiczną wpływa wiele czynników mierzonych wskaźnikami makroekonomicznymi, pojawia się problem znalezienia optymalnych zależności pomiędzy czynnikami determinującymi stabilność. Stabilizacja makroekonomiczna może być zatem uznana za jeden z celów

155 C. Wyplosz, *Fiscal rules: theoretical issues and historical experiences*, [w:] *Fiscal policy after the financial crisis*, University of Chicago Press, Chicago 2012, pp. 495–525.

156 M. Postuła, *Polityka społeczno-gospodarcza w UE Finanse na poziomie krajowym, europejskim i globalnym*, WN PWN, Warszawa 2019.

ingerencji państwa w gospodarce¹⁵⁷. W kontekście rosnącej współcześnie roli państwa w dążeniu do stabilności makroekonomicznej szczególnie ważne jest wykorzystanie w tym procesie finansów publicznych, opartych na solidnych i przejrzystych warunkach pozostających w dyspozycji aktywnego państwa, prowadzącego politykę gospodarczą opartą na paradygmacie odpowiadającym współczesnym wyzwaniom, ale także kontrolującego poziom nierównowagi fiskalnej wywoływanej większym jego zaangażowaniem w sferę realną gospodarki.

Od kryzysu 2007–2008 roku w globalnej ekonomii politycznej możemy obserwować „transformację postneoliberalną”¹⁵⁸. Większość ekonomistów wciąż wierzy w wolnorynkową konkurencję, ale raczej nie bierze pod uwagę neutralności rządu jako najlepszego rozwiązania¹⁵⁹. Interwencja publiczna zdaje się być warunkiem wstępnym ożywienia gospodarki europejskiej po kryzysie 2007–2008¹⁶⁰ oraz w czasie pandemii Covid-19. Ponadto, już 20 lat temu badacze wskazywali¹⁶¹, że wydatki publiczne są wykorzystywane do poszukiwania konsensusu politycznego w imieniu osób odpowiedzialnych za zarządzanie sprawami publicznymi, zamiast zachęcać kraje do stymulowania zmian w gospodarce w kierunku zmiany

struktur, poprawy produktywności i pobudzenia wzrostu gospodarczego – traktując je jako stabilizator procesów makroekonomicznych. Badania naukowe pokazały, że pokryzysowa stagnacja stanowi bardzo silny argument za zwiększeniem inwestycji publicznych. Jest to uzasadnione mnożnikami implikującymi istotną korelację między wydatkami publicznymi a produkcją. Działania państwa w tym zakresie implikują powstawanie dodatkowych deficytów lub cięcia innego rodzaju wydatków publicznych lub też zwiększenie skali podatków. Pytaniem zatem jest, gdzie znaleźć kompromis w tym zakresie, czy w przypadku deficytu sektora finansów publicznych jest nim 3% PKB czy też dług publiczny na poziomie 60% PKB?

Jak zostało już wcześniej zasygnalizowane, po kryzysie 2007–2008 nie było gotowego paradygmatu, który można byłoby wdrożyć również w zakresie oddziaływania państwa. Niezbędne zatem stało się poszukiwanie nowego paradygmatu ekonomicznego zawierającego nowe treści pochodzące z praktycznej wiedzy oraz zachodzących w gospodarce procesów. Okazało się bowiem, że posługiwanie się dotychczasowymi instrumentami wyodrębnionymi w obszarach dyscyplin naukowych w zakresie funkcjonowania państwa aktywnego, takich jak prawo opisowe i ekonomia „podejścia biznesowego” już nie wystarcza¹⁶². Tak się złożyło, że nie wystarczy także zastosowanie podejścia keynesowskiego opartego wyłącznie na oddziaływaniu przez usługi publiczne i strumienie pieniężne w ten sposób wpływające do gospodarki, które również stały się kategoriami przestarzałymi. Niedostosowanie tych teorii wynikało z kilku czynników. Niewątpliwie jednym z nich jest ponowne zinterpretowanie

157 A. Grynia, J. Marcinkiewicz, *Proces stabilizacji makroekonomicznej w wybranych krajach Unii Europejskiej...*, s. 42–54.

158 S. Schmalz, M. Ebenau, *After Neoliberalism? Brazil, India, and China in the Global Economic Crisis*, "Globalizations" 2012, Vol 9, Issue 4, pp. 487–501.

159 J. Chwieroth, *Neoliberal Economists and Capital Account Liberalization in Emerging Markets*, "International Organization" 2007, vol. 61, No. 2, s. 443–463, doi:10.1017/S0020818307070154 [dostęp: 15.11.2022].

160 J. Cohen-Setton, N. Valla, *Unnoticed potential output revisions and their impact on the stimulus/austerity debate*, CEPR Policy Portal Publication, 2010.

161 T. Persson, G. Roland, G. Tabellini, *Comparative Politics and Public Finance*, "Journal of Political Economy" 2000, 108(6), s. 1121–1161, <https://doi.org/10.1086/317686> [dostęp: 15.11.2022].

162 Y. Lin, M. Osman, R. Ashcroft, *Nudge: Concept, effectiveness, and ethics*, "Basic and Applied Social Psychology" 2017, vol. 39, Issue 6, s. 293–306, <https://doi.org/10.1080/01973533.2017.1356304> [dostęp: 15.11.2022].

skali i zakresu własności państwowej, która po trendzie wspierającym prywatyzację w poprzednich dekadach – szczególnie w regionie Europy Środkowej i Wschodniej – została na nowo zweryfikowana, a nastąpiło nawet ponownie przeniesienie akcentów na wzmocnienie własności państwowej. Mogłoby to nastąpić np. poprzez odkupienie części aktywów, bądź wyartykułowanie jasnego sygnału ze strony rządzących, że taki jest kierunek polityki krajowej. Działanie takie jest jednym z czynników potwierdzających kryzys globalizacji dążącej do liberalizacji towarzyszącej integracji, wcześniej w dużej mierze funkcjonujących w odosobnieniu, rynków gospodarek narodowych w jeden wewnętrznie sprzężony rynek ogólnoświatowy. W dyskursie naukowym pojawiało się coraz więcej wypowiedzi krytykujących, a czasami wręcz negujących, współczesny globalny kapitalizm jako ustrój niesprawny, niesprawiedliwy i wręcz nieefektywny¹⁶³.

Pierwsze stadium kryzysu 2007–2008 uwidoczniło się w obszarze instytucji finansowych oraz obowiązujących w ich zakresie struktur regulacyjnych i nadzorczych. Kategorie związane z sektorem bankowym, do niedawna kojarzące się z doktryną klasyczną, rządzącą się prawami tylko rynkowymi, obecnie coraz częściej są rozpatrywane nie tylko w kontekście regulacyjnej polityki państwa, lecz także finansowego oddziaływania. Działania prowadzone w okresie kryzysu udowodniły, że w warunkach zarówno międzynarodowych, jak i krajowych, prywatne banki nie są w stanie wspierać ciągłej działalności gospodarczej bez udziału państwa i międzynarodowych regulacji transgranicznych, skutecznej kontroli nadzorczej oraz sporadycznych dotacji budżetowych lub

interwencji państwa. W tym kontekście zostało odnotowane ponadprzeciętne zaangażowanie środków publicznych w tę sferę, powodując zwiększenie poziomu nierównowagi fiskalnej. Działania te były podejmowane jednak w celu utrzymania stabilności makroekonomicznej procesów zachodzących w realnej gospodarce. Sektor bankowy bez wsparcia rządowego czy to poprzez system podatkowy, czy bezpośredni transfer środków przez m.in. dokapitalizowanie części z nich, mógłby długo nie podźwignąć się po kryzysie finansowym 2007–2008, a tym samym w mniejszym stopniu realizować zadania związane z finansowaniem dłużnym gospodarki. Jednocześnie w Unii Europejskiej wdrożono zmiany legislacyjne obejmujące sektor bankowy mające zapobiec sytuacjom zachwiania sytuacji finansowej tych podmiotów w przyszłości wynikającym m.in. ze zbyt agresywnej dotychczas polityki kredytowej.

Dodatkowym elementem, który warto przywołać, jest fakt, że w warunkach recesji próby egzekwowania kryteriów polityki gospodarczej dowiodły, że ani sam klasyczny instrument wykorzystywany w polityce gospodarczej, tj. sama polityka fiskalna rządu, ani wykorzystanie innych instrumentów, których jest znacznie więcej niż przy wcześniejszych kryzysach, nie wystarcza, aby złagodzić jej konsekwencje. Kryzys, którego doświadczyliśmy, pokazał, że jego obciążenie nie da się pokonać bez ingerencji przynajmniej części banków centralnych, które – niezależnie od instytucji rządowych – podjęły działania mające konsekwencje dla rozwoju społeczno-gospodarczego. W ten sposób system finansów publicznych stał się systemem dwubiegunowym, a polityka finansowa rządu została rozszerzona o system instytucjonalny banku centralnego, który z jednej strony jest z nią spójny, z drugiej zaś pozostaje niezależny. To także argument wskazujący na to, że należy na problem nierównowagi fiskalnej patrzeć kompleksowo, a nie jedynie kierować się jej poziomem.

163 M. Mazzucato, *Mission-oriented innovation policy: challenges and opportunities*, "UCL Institute for Innovation and Public Purpose Working Paper" 2017, 1, <https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/publications/2018/jan/mission-oriented-innovation-policy-challenges-and-opportunities> [dostęp: 15.11.2022].

Kolejny duży obszar oddziaływania państwa na sferę realną gospodarki, ale także na poziom życia obywateli, stanowi zakres, a także jakość, świadczonych usług w ramach realizacji polityk publicznych zaspokajających i odpowiadających na hierarchię potrzeb człowieka oraz zakres niezbędnych dóbr publicznych zaspokajających je. Nurt funkcjonujący w oparciu o decentralizację, usługi rynkowe i zarządzanie maksymalizujące zysk w odniesieniu do usług publicznych nie spełnił oczekiwań. Procesy zmierzają aktualnie w kierunku modelu bardziej aktywnego państwa i związanego z nim nowego paradygmatu ekonomicznego, tj. centralizacji, powrotu do własności krajowej (poprzez odkup) oraz podejścia, które wymusza służyć dobrobytowi publicznemu. Wymaga to zastanowienia się nad nowym sposobem realizacji tych usług, żeby działania te nie przerodziły się w procesy nieefektywne z punktu widzenia nadrzędnego celu. Interpretując procesy zachodzące obecnie w Europie, wskazujące na częściowe wcielenie państwa opiekuńczego i postępujące za tym różne daleko idące ingerowanie państwa w życie gospodarcze może wygenerować niebawem kolejny nurt, którego pierwszym celem będą finanse publiczne, a nie rynki finansowe.

Powstają nowe nurty, czasami o skrajnych, a czasami o bardzo podobnych, założeniach co do kierunku oddziaływania państwa. Obecnie jest ich co najmniej kilka.

Interwencję państwa wymagającą zaangażowania środków publicznych, prowadzoną przez proaktywną politykę gospodarczą, można poprzeć trzema argumentami¹⁶⁴:

- zwiększone bezpieczeństwo wynikające z mniejszej zależności od zagranicznych dostaw

- ochrona przemysłu o strategicznym znaczeniu gospodarczym, tworzącym miejsca pracy i zapewniającym wysokie wartości dodane
- interwencja w sektorach charakteryzujących się wysokimi barierami wejścia i efektami zewnętrznymi.

W następstwie kryzysu z lat 2007–2008 oraz pandemicznego w 2020 roku byliśmy świadkami różnych innowacyjnych form interwencji państwa. Covid-19 to kolejny kryzys, który wzmocnił wielką „globalną interdyscyplinarną debatę”, której uczestnikami są reprezentanci niemal wszystkich środowisk akademickich, politycznych, zawodowych i społecznych o roli państwa. Stanowiska są, rzecz jasna, zróżnicowane i trudno byłoby choćby zasygnalizować ich różne aspekty¹⁶⁵.

Sytuacja gospodarcza zmusiła naukowców i decydentów politycznych, aby ponownie przemyśleli swoje podejście do zaangażowania administracji publicznej w procesy rynkowe. Poglądy J.M. Keynesa znów zyskały na popularności, a interwencja rządu jako przeciwwaga dla nadmiernie rozwiniętych rynków stała się pożądana¹⁶⁶. Pomoc państwa w pokryzysowej rzeczywistości wciąż jednak budzi kontrowersje. Jedni uważają, że znaczenie państwa w zglobalizowanym świecie słabnie, a rządy mogą odgrywać jedynie rolę pomocniczą, ponieważ ich działanie wzmacnia nierównowagę

164 D. Sauvant, P. Schmidely, J.J. Daudin, N.R. St-Pierre, *Meta-analyses of experimental data in animal nutrition*, "Animal" 2008, Vol. 2, Issue 8, pp. 1203–1214.

165 A. Daron, P. Restrepo, *Unpacking Skill Bias: Automation and New Tasks*, "AEA Papers and Proceedings" 2020, Vol. 110, s. 356–366, DOI: 10.1257/pandp.20201063 [dostęp: 15.11.2022]; S. Bowles, C. Wendy, *Shrinking Capitalism*, "EA Papers and Proceedings" 2020, 110: 372–377, DOI: 10.1257/pandp.20201001 [dostęp: 15.11.2022]; D. Rodrik, *A Primer on Trade and Inequality*, "CEPR Discussion Paper" No. DP16742, <https://ssrn.com/abstract=4026583> [dostęp: 15.11.2022]; D. Rodrik, *Putting Global Governance in Its Place*, "The World Bank Research Observer" 2020, Vol. 35, Issue 1, pp. 1–18.

166 D.C. Giles, *Parasocial interaction: A review of the literature and a model for future research*, "Media Psychology" 2002, 4(3), s. 279–305, https://doi.org/10.1207/S1532785XMEPO403_04 [dostęp: 15.11.2022].

makroekonomiczną – inni zaś widzą to zgoła inaczej. Ich zdaniem sukces odnoszony na arenie międzynarodowej wynika zwykle ze współdziałania państwa z rynkiem. Bregman, w wielu wywiadach nawiązując do doświadczeń historycznych oraz do wniosków płynących ze swojej sztandarowej pracy, uważa, że pandemia może być punktem zwrotnym, którego potrzebuje ludzkość¹⁶⁷. Zdaniem Redikera z kolei, we współczesnym świecie coraz częściej przekracza się zasady, normy i narzędzia zaangażowania państwa w sam kapitalizm¹⁶⁸. Bardziej pożądanym modelem kapitalizmu rynkowego zakłada, że państwo odgrywa główną rolę w kierowaniu wynikami w celu rozwijania interesów narodowych. Oznacza to, że termin „państwowy kapitalizm”, naładowany dotychczas negatywnymi emocjami, wydaje się już przestarzały. Nowy „kapitalizm państwowy” oznacza bardziej wyrafinowane zaangażowanie państwa w gospodarkę i można go nazwać *State Capitalism 2.0*, w którym rządy interweniują na rynkach za pomocą bardziej subtelnych narzędzi. Nowe spojrzenie na relację państwo–rynek odśloniło potrzebę porzucenia powszechnie przyjętej dychotomii tych dwóch pojęć. W rzeczywistości w jednych sytuacjach dominuje rynek, w innych zaś to państwo ma przewagę. Państwo jest uosabiane nie tylko przez rząd, lecz także przez różne instytucje, organy regulacyjne i organy nadzorcze. Powinno zatem łatwiej niż kiedykolwiek stymulować niektóre działania (interwencje), zapobiegając niepożądanym zmianom (np. nadużyciom sektora bankowego) dzięki lepszemu nadzorowi, zapewniając jednocześnie stabilizację gospodarki i zmniejszając obciążenia społeczeństwa przez zmniejszanie zadłużenia. Jest to trudne

połączenie i w odniesieniu do roli państwa na rynku – bez przełomu, radykalnej zmiany lub pojawienia się nowego paradygmatu – nie będzie łatwe do zrealizowania.

4.3. CZYNNIKI WEWNĘTRZNE NIERÓWNOWAGI MAKROEKONOMICZNEJ – DŁUG I DEFICYT SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH W RELACJI DO PKB

Niezależnie od badań mających na celu rozstrzygnięcie sporu na gruncie teorii ekonomii, pożądanym jest skupienie uwagi na faktycznie realizowanej polityce gospodarczej i rozważenie problemu w oparciu o podstawowe parametry polityki fiskalnej, związane z rozmiarami redystrybucji PKB i uzyskiwanym tempem wzrostu, przy równoczesnym uwzględnieniu czynników jakościowych tej polityki wynikających z obyczajów, procedur, regulacji prawnych oraz ich stosowania¹⁶⁹. Wybór właściwych rozmiarów redystrybucji, mierzonych relacją dochodów i wydatków publicznych do PKB w celu osiągnięcia pożądanego tempa wzrostu stanowi podstawowy problem dla polityków odpowiedzialnych za rozwój społeczno-gospodarczy danego kraju w średnim okresie, niezależnie od reprezentowanej opcji politycznej. Liczne analizy ekonomiczne i modele ekonometryczne zostały poświęcone ocenie, która polityka była, jest lub będzie bardziej racjonalna, jednak zmienność uwarunkowań zewnętrznych nie pozwala rozstrzygnąć teoretycznego sporu. Niezależnie jednak od tego,

167 R. Bregman, *The neoliberal era is ending. What comes next*, The Correspondent, 14, 2020.

168 M. Rediker, *Outlaws of the Atlantic: Sailors, pirates, and motley crews in the age of sail*. Beacon Press, Boston, Ma 2015.

169 A.G. Schick, *Challenges Confronting Contemporary Public Budgeting: Retrospectives/Prospectives from Allen Schick*, "Public Administration Review" 2010; A. Schaechter, T. Kinda, N. Budina, A. Weber, *Fiscal Rules in Response to the Crisis-Toward the "Next-Generation" Rules, A New Dataset*, "IMF Working Paper" Fiscal Affairs Department, WP/12/187, 2012.

którą z doktryn ekonomicznych uznamy za wiodącą, w każdej z nich pojawiają się zagadnienia związane z deficytem sektora finansów publicznych, długiem publicznym oraz optymalnym poziomem tych wielkości dla danego kraju. To właśnie te wskaźniki makroekonomiczne najczęściej są używane do pomiaru stabilności makroekonomicznej.

Rozważając kwestie związane z narastaniem deficytu sektora finansów publicznych, a w jego następstwie długu publicznego jako czynnika powstającego w konsekwencji interwencji państwa w życie społeczno-gospodarcze, istotna jest próba określenia poziomu zadłużenia publicznego powyżej którego wzrost gospodarczy jest zagrożony¹⁷⁰. Powstający deficyt sektora finansów publicznych powiększa potrzeby pożyczkowe, a co za tym idzie wysokość długu publicznego. Tych dwóch wskaźników makroekonomicznych opisujących stan finansów publicznych nie można zatem analizować odrębnie. Prowadzone od dziesiątek lat badania na temat ich optymalnego poziomu są niejednoznaczne, ale dość szeroko przedstawiane w literaturze naukowej. Istotna część prowadzonych badań pokazuje brak możliwości jednoznacznego stwierdzenia, że np. deficyt sektora finansów publicznych, czy dług publiczny w relacji do PKB, powinien wynosić odpowiednio 3% czy 60%, aby nie doprowadzać do nierównowagi fiskalnej. W określaniu tego istotne są bowiem poziome cechy charakterystyczne dla danego kraju, zdarzenia nieprzewidziane, które odgrywają ważną rolę i znacząco wpływają na relację wzrostu zadłużenia i jego wzrostu determinanty¹⁷¹.

170 C. Reinhart, K. Rogoff, *Growth in a Time of Debt*, "NBER Research Working Papers" 2010, No. 15639.

171 U. Panizza, A.F. Presbitero, *Public debt and economic growth: Is there a causal effect?*, "Journal of Macroeconomics" 2014, vol. 41(C), 21–41, DOI: 10.1016/j.jmacro.2014.03.009 [dostęp: 15.11.2022]; M. Eberhardt, A.F. Presbitero, *Public debt and growth: Heterogeneity and non-linearity*, "Journal of International Economics" 2015, vol. 97, Issue 1, 45–58, DOI: 10.1016/j.

Tamborini i Tomaselli (2020) argumentowali, że brak miarodajnej oceny zadłużenia i jego wpływu na wzrost gospodarczy w dowolnym momencie jest możliwy bez odniesienia do całej trajektorii zadłużenia i specyfiki stanu gospodarki danego kraju. Dlatego według nich niemożliwe jest sformułowanie jednego generalnego prawa, które wyjaśniałoby związek między długiem a wzrostem i określałoby krytyczny poziom deficytu sektora publicznego oraz zadłużenia publicznego. Istotne jest jednak odpowiedzialne działanie w tym względzie, ponieważ badania empiryczne oparte na danych historycznych pokazują, że wysoki dług publiczny ma tendencję do hamowania wzrostu poprzez wzrost niepewności co do przyszłego opodatkowania, wypieranie prywatnych inwestycji i osłabianie odporności kraju na wstrząsy¹⁷².

Naukowcy ostrzegają, że po zakończeniu kryzysu pandemicznego Covid-19 i osiągnięciu stabilnego ożywienia, zadłużenie będzie utrzymywać się na wysokim poziomie powyżej średniej. Badacze ci zauważyli, że szczególnie w strefie euro, gdzie polityka pieniężna koncentruje się na zagregowanych danych obejmujących cały obszar, a kraje o wysokim poziomie zadłużenia są słabo przygotowane do tego typu działań, mogą pojawić się wstrząsy asymetryczne o dużej skali z efektami ubocznymi takimi jak np. wypierania długu prywatnego w perspektywie krótko- i długoterminowej i mające negatywny wpływ na potencjalną (długoterminową) działalność przedsiębiorstw, które będą obawiały się wzrostu poziomu opodatkowania w celu sfinansowania dodatkowego

jinteco.2015.04.005 [dostęp: 15.11.2022]; R. Tamborini, M. Tomaselli, *The determinants of austerity in the European Union 2010–16*, No 2019/6, DEM Working Papers, Department of Economics and Management, 2019.

172 D. Schiliro, *Public debt and growth in Italy: Analysis and policy proposals*, "International Journal of Business Management and Economic Research" 2019, Vol. 10, No. 5, pp. 1–8.

obciążenia długiem w przyszłości¹⁷³. W innych badaniach podkreślono, że długoterminowy trend akumulacji długu wydaje się niezgodny z teoriami prowadzenia optymalnej strategii zarządzania długiem publicznym. Wskazał on na zagrożenie ze względu na starzejącą się populację i rosnącą polaryzację polityczną, które mogą wyznaczyć długofalową trajektorię długu publicznego¹⁷⁴. Istnieją także badania pokazujące, że deficyt sektora finansów publicznych przekładający się na wzrost długu publicznego może pozostawać bez wpływu na koszty fiskalne¹⁷⁵, jednak jego wysoki poziom utrudnia zrównoważony rozwój i może być ostrzeżeniem przed przyszłymi kryzysami finansów publicznych, negatywnie oddziałującymi na stabilność makroekonomiczną¹⁷⁶.

Z kolei Weicheng i inni¹⁷⁷ zakwestionowali pogląd Blancharda¹⁷⁸ na dążenie do ekspansji

fiskalnej w środowisku o niskich stopach procentowych i wysokim zadłużeniu pobudzającym wzrost. Ostrzegali, że pomimo niskiego oprocentowania rządowych papierów wartościowych, ryzyko wysokiego długu publicznego utrzymuje się, zwłaszcza ze względu na różnice stóp procentowych i wzrost endogeniczny dla wielkości i dynamiki długu publicznego, na co zwracali uwagę Wyplosz¹⁷⁹, Presbitero i Wiriadinata¹⁸⁰. Podkreślali oni, że już przed pandemią Covid-19 poziom długu publicznego był historycznie wysoki i kolejne, wywołane przez pandemię, działania zwiększające go, niosą za sobą znaczne ryzyko. Schilirò¹⁸¹ wskazuje, że ryzyko związane z refinansowaniem ma kluczowe znaczenie, gdy kraje pożyczają na rynkach finansowych, głównym ryzykiem jest potencjalna pętla sprzężenia zwrotnego między wysokim długiem publicznym a premią za ryzyko. Wykazali to także Alcidi i Gros¹⁸². Taka sytuacja może doprowadzić do zahamowania rynkowych procesów gospodarczych.

Wielowiekowe doświadczenia w posługiwaniu się instrumentami fiskalnymi skłaniają do postawienia tezy, że nie można jednoznacznie określić uniwersalnych standardów działania polityki fiskalnej na rzecz stabilności makroekonomicznej¹⁸³. W tym zakresie, aby osiągnąć jak najlepsze efekty, konieczne jest

173 P. Burriel, P. Chronis, M. Freier, S. Hauptmeier, L. Reiss, D. Stegarescu, S. Van Parys, *A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems*, "Occasional Paper Series", No 239, European Central Bank, 2020.

174 M. Halac, P. Yared, *Fiscal Rules and Discretion Under Limited Enforcement*, "CEPR Discussion Paper" 2019, No. DP14218, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3518556> [dostęp: 15.11.2022].

175 O. Blanchard, *Public Debt and Low Interest Rates*, "American Economic Review" 2019, 109(4): 1197–1229, DOI: 10.1257/aer.109.4.1197 [dostęp: 15.11.2022]; A. Cadenillas, R. Huamán-Aguilar, *On the Failure to Reach the Optimal Government Debt Ceiling*, "Risks" 2018, 6(4):138.

176 T. Asonuma, D.M. Chamon, A. Erce, A. Sasahara, *Costs of Sovereign Defaults: Restructuring Strategies*. Bank Distress and the Capital Inflow-Credit Channel, "IMF Working Papers" 2001, 19(69); M.M. Badia, P. Medas, P. Gupta, Y. Xiang, *Debt Is Not Free*, "IMF Working Paper" 2020, 20/1 K. Raczkowski, M. Postuła, *Managing the increase in the EU public debt risk amid the corona crisis*, "European Journal of International Management" 2021, DOI: 10.1504/EJIM.2022.10044750 [dostęp: 15.11.2022].

177 L. Weicheng, A. Presbitero, U. Wiriadinata, *Public Debt and R–G at Risk*, "IMF Working Paper" 2020, No. 20/137, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3721179> [dostęp: 15.11.2022].

178 O. Blanchard, *Public Debt and Low Interest Rates*, "American Economic Review" 2019, 109(4): 1197–1229, DOI: 10.1257/aer.109.4.1197 [dostęp: 15.11.2022].

179 Ch. Wyplosz, *Fiscal Discipline: From Theory to Practice*, [w:] European Fiscal Board Workshop, 2019, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2019_04_30_efb_workshop.pdf [dostęp: 15.11.2022].

180 L. Weicheng, A. Presbitero, U. Wiriadinata, *Public Debt and R–G at Risk...*

181 D. Schilirò D., *COVID-19 crisis and the public debt issue: The case of Italy*, "MPRA Paper", University Library of Munich, Germany, 2020.

182 C. Alcidi, D. Gros, *Public Debt and the Risk Premium: A Dangerous Doom Loop, A dangerous doom loop*, EconPol Opinion 21, https://www.econpol.eu/opinion_21, 2019 [dostęp: 15.11.2022].

183 K. Megersa, D. Cassimon, *Public debt, economic growth, and public sector management in developing countries: Is there a link?*, "Public Administration and Development" 2015, Vol. 35, Issue 5, s. 329–346.

kierowanie się zasadą relatywizmu, czyli doboru narzędzi fiskalnych do panujących warunków gospodarczych, politycznych, historycznych. Dodatkowo także należy pamiętać, że w narzędziu stosowanym przez KE to tylko jeden z 13 parametrów branych pod uwagę, a w polskiej metodzie jeden z 5 rozpatrywanych paramentów.

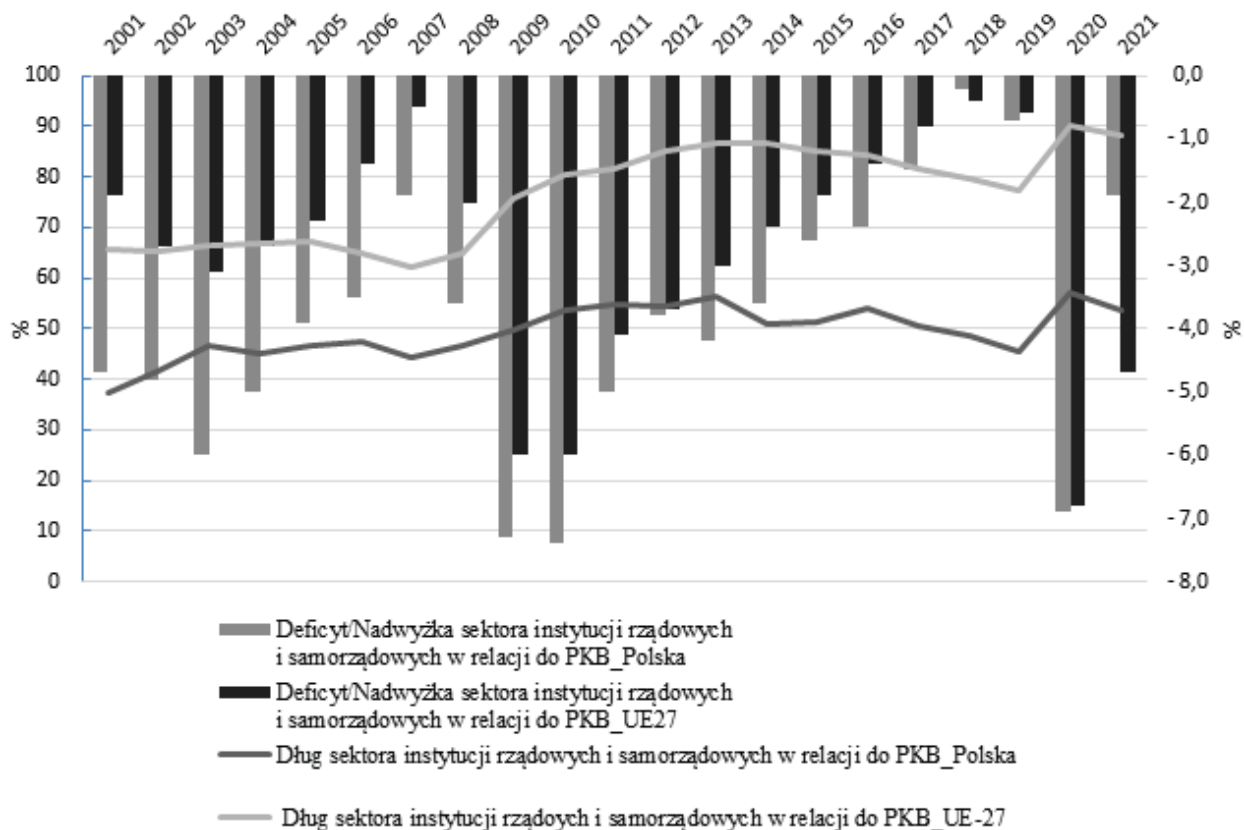
4.4. WSKAŹNIKI FINANSÓW PUBLICZNYCH MAJĄCE WPŁYW NA OCENĘ NIERÓWNOWAGI FISKALNEJ W POLSCE NA TLE ŚREDNIEJ UNII EUROPEJSKIEJ

Działania mające służyć zapobieganiu negatywnym skutkom społeczno-gospodarczym po kryzysie lat 2007–2008 oraz w czasie i po pandemii Covid-19 w bardzo szerokim zakresie były oparte na generowaniu deficytów sektora finansów publicznych oraz towarzyszącemu temu zjawisku emisji dłużnych papierów wartościowych zarówno na poziomie Unii Europejskiej, jak i krajowym. W wyniku tych działań nastąpił istotny wzrost długu publicznego, zniesiono praktycznie wszystkie ograniczenia funkcjonujące w tym względzie, uzasadniając to wyższym interesem społecznym. Na wykresie 17 przedstawiono podstawowe wskaźniki makroekonomiczne, tj. dług i deficyt sektora finansów publicznych w odniesieniu do PKB według metodologii ESA 95 prezentujące stan finansów publicznych w Unii Europejskiej i na tym tle w Polsce.

Dane w sposób jednoznaczny obrazują, że w całym prezentowanym okresie średni wskaźnik długu publicznego na poziomie Unii Europejskiej przekraczał wskaźnik wyznaczony

przez kryteria z Maastricht oraz metodę oceny stabilności makroekonomicznej PMI, tj. wartość 60% PKB. Oczywiście nietrudno dostrzec w danych na wykresie 1 efektów bardziej aktywnego oddziaływania państwa w okresach kryzysów w sferę realną gospodarki prowadzącego do zwiększenia nierównowagi fiskalnej. Działania te przynajmniej po kryzysie 2007–2008 miały charakter antycykliczny i doraźny dlatego, że w perspektywie kilku kolejnych lat (2014–2019) pozwalały zmniejszać się wskaźnikom długu i deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB. Średnia relacja długu publicznego do PKB w 2021 roku w krajach UE wyniosła aż 88%. W tym kontekście procedura MIP oceny stabilności makroekonomicznej oparta m.in. na tym wskaźniku może być podważana przez badaczy, gdyż od 10 lat średnio w krajach członkowskich UE poziom 60% PKB nie był utrzymywany. Komisja Europejska także dostrzegła paradoks tej sytuacji i w listopadzie 2022 roku zaproponowała reformę Paktu Stabilności i Wzrostu, w ramach której zapowiedziano zmianę sposobu traktowania długu publicznego. Dane pokazują, że niektóre państwa członkowskie mają tak wysoki dług publiczny, że sprowadzenie go poniżej tego limitu w szybkim czasie byłoby niemożliwe bez poważnych szkód gospodarczych. W praktyce więc ten cel istnieje tylko na papierze, stąd propozycja korekty metodologicznej w tym zakresie. KE wnioskuje, aby każdy kraj z długiem powyżej 90% PKB (lub nieco poniżej, ale z innymi niepokojącymi wskaźnikami fiskalnymi) dostanie cztery lata na znaczące jego obniżenie, z możliwością wydłużenia tego okresu do siedmiu lat. Takie działanie pokazują, że nadrzędny celem jest stabilność makroekonomiczna, a nie jedynie utrzymanie wartości referencyjnej długu publicznego do PKB.

Wykres 17. Dług i deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB w latach 2001–2021

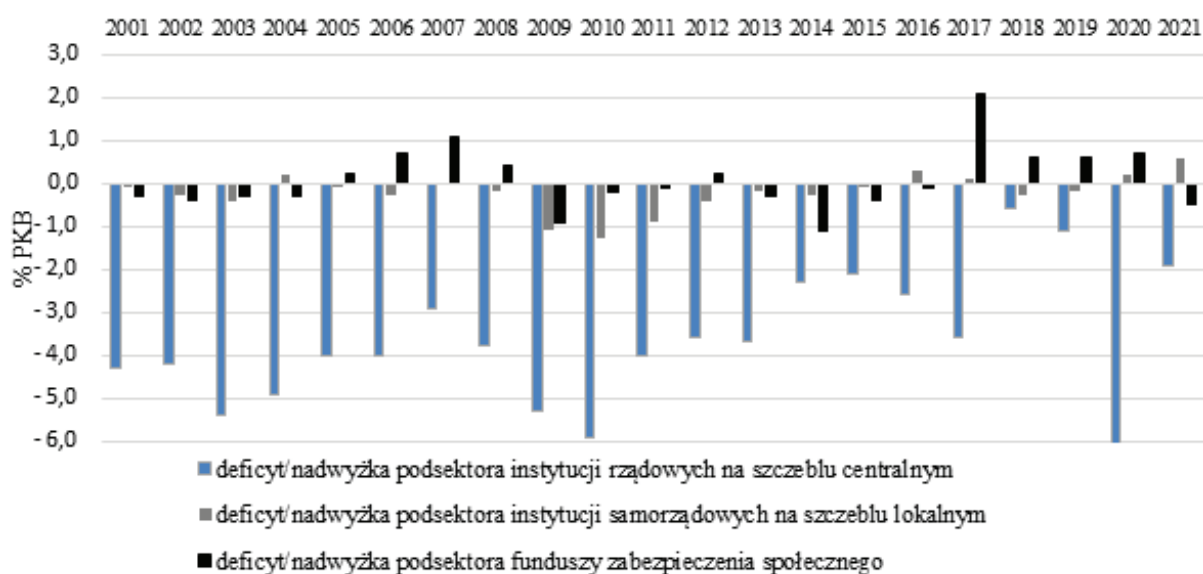


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

Polska jest jednym z niewielu krajów, które przez cały analizowany okres utrzymywał, zgodnie z procedurą ESA95, poziom długu publicznego w relacji do PKB poniżej 60%. Sytuacja w Polsce nie była aż tak dobra, jeśli chodzi o poziom deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB, ponieważ dostrzec można znaczące wahania tego wskaźnika od 6,9% PKB w 2020 roku do 1,9% w 2021 roku. Odnosząc te wielkości do modelu oceny stanu równowagi PSM, należy dokonać komentarza metodologicznego. W pierwotnym wzorze

pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej pojawił się deficyt budżetowy w relacji do PKB, a nie deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB. Wydaje się, że był to jednak skrót myślowy wynikający z polskiej specyfiki. Głównym sektorem generującym deficyt w postaci deficytu budżetowego jest sektor rządowy, pozostałe sektory, ubezpieczeniowy i samorządowy, mają mniejsze znaczenie (patrz wykres 18), stąd obniesienie w modelu PSM jedynie do tej kategorii

Wykres 18. Deficyt, nadwyżka w poszczególnych podsektorach finansów publicznych w Polsce w latach 2001–2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

W najnowszych publikacjach¹⁸⁴ analizy odnoszą się już do deficytu sektora finansów publicznych. Deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB z perspektywy wszystkich krajów UE jest bardziej stabilnym współczynnikiem, którego wartość oscyluje w granicach 3% PKB. Komisja Europejska, przedstawiając projekt reformy Paktu Stabilności i Wzrostu, zachowała wymóg utrzymania deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB. W razie przekroczenia limitu KE uruchamia procedurę nadmiernego deficytu, czyli określa ścieżkę powrotu stanu poniżej 3% PKB. Uznano zatem, że ten parametr jest bardziej pierwotny z punktu widzenia nierównowagi fiskalnej i zachowania długookresowej stabilności makroekonomicznej.

W kontekście tak wielu pojawiających się pytań i dylematów, w najbliższych latach, a nawet dziesięcioleciach, najbardziej obiecującymi, ale i wymagającymi, badaniami w dziedzinie wzrostu i rozwoju gospodarczego będą prawdopodobnie różne formy analiz interakcji między ewolucją roli państwa a procesem rozwoju. Może to poprawić zrozumienie źródeł ludzkich zachowań i globalnych nierówności oraz wspierać projektowanie odpowiednich polityk promujących rozwój gospodarczy i zmniejszających dysproporcje dochodowe.

184 J. Janecki, *Pomiar i ocena stabilności makroekonomicznej w Polsce...*, s. 123–133; G.W. Kołodko, *Shortageflation 3.0: War economy–State socialism–Pandemic crisis*, "Acta Oeconomica" 2021, 71(S1), s. 13–34.

ROZDZIAŁ V

ROLA RELACJI SALDA OBROTÓW BIEŻĄCYCH W BILANSIE PŁATNICZYM DO PRODUKTU KRAJOWEGO BRUTTO W STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ

5.1. EWOLUCJA PODEJŚCIA DO STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ

Diagnozowanie stanu jakiegokolwiek gospodarki uwzględniające perspektywy jej rozwoju jest po 2009 roku jest ponadprzeciętnie trudne i wymaga złożonego podejścia. Literatura przedmiotu w tym zakresie również nie zawsze jest jednoznaczna, potwierdzając tym samym wielowymiarowość zjawiska. Ewolucji poglądów sprzyja dynamiczne i anormalne otoczenie zewnętrzne, które z większymi lub mniejszymi konsekwencjami determinuje kondycję wewnętrzną gospodarek. Rośnie tym samym znaczenie i rola dążenia do stabilności makroekonomicznej oraz definiujących tę stabilność wskaźników. Zgodnie z wiodącym nurtem w literaturze, stabilność makroekonomiczna jest najczęściej definiowana przez pryzmat celów polityki stabilizacji¹⁸⁵. Polityka stabilizacji z kolei ma na celu realizację działań zmierzających do osiągnięcia równowagi w ujęciu zewnętrznym (w kontaktach

gospodarczych z zagranicą¹⁸⁶), jak też i wewnętrznym (stabilne i wysokie tempo wzrostu gospodarczego, wysoki poziom zatrudnienia oraz stabilność cen¹⁸⁷). Koncepcja tak identyfikowanej stabilności makroekonomicznej wpisuje się w ideę pięciokąta celów polityki stabilizacji, która to jest rozwinięciem metody magicznego czworoboku opracowanej przez A.W. Philippsa oraz R. Mundella¹⁸⁸.

Prawidłowe wyznaczenie zakresu stabilności makroekonomicznej znacznie ogranicza niepewność w działalności gospodarczej, zwiększając tym samym atrakcyjność inwestycyjną kraju, jak również prawdopodobieństwo wzrostu aktywności gospodarczej w przyszłości¹⁸⁹. Można w związku z tym przyjąć, że w obecnych warunkach precyzyjne dookreślenie zakresu kluczowych punktów odniesienia,

185 Z. Urbanowicz, *Stabilizacyjna rola polityki pieniężnej w warunkach unii walutowej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2014, nr 4, s. 250.

186 R. Barczyk, *Teoria i praktyka polityki antycyklicznej*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2004, s. 16–17.

187 Z. Urbanowicz, *Stabilność finansowa a stabilność makroekonomiczna na przykładzie polskiej gospodarki*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018, nr 529, s. 371.

188 G.W. Kołodko, *Kwadratura pięciokąta...*, s. 47–49.

189 J. Janecki, *Pomiar i ocena stabilności makroekonomicznej w Polsce...*, file:///C:/Users/48606/Downloads/Pomiar_i_ocena_stabilno%C5%9Bci_makroeko.pdf [dostęp: 18.10.2022].

które w sposób możliwie przejrzysty identyfikują stan obecny gospodarki pod kątem osiągnięcia celu modelowego, czyli stabilności makroekonomicznej wydaje się być kluczowe, ale jednocześnie wyraźnie ograniczone wobec wysoce zmiennych i trudnych do prognozowania warunków otoczenia zewnętrznego. Zakres tych ograniczeń jest determinowany z jednej strony wszechobecną i nie podlegającą zarządzaniu niepewnością (nie mylić z ryzykiem), a z drugiej faktem, że o równowadze makroekonomicznej mówimy uwzględniając jednocześnie wewnętrzną, jak i zewnętrzną, sytuację danego kraju. Dotychczasowe badania i działania w tym zakresie miały, jak się wydaje, wymiar bardziej ideologiczny niż praktyczny.

Można przyjąć, że dopiero w 2011 roku, czyli po potężnym kryzysie finansowym lat 2008–2009 w Unii Europejskiej wprowadzono formalną procedurę tak zwanej nierównowagi makroekonomicznej (*Macroeconomic Imbalance Procedure* – MIP)¹⁹⁰. (Doprecyzowując stan nierównowagi uszczegółowiono tym samym określenie równowagi). Progi ostrożnościowe przyjęte w ramach MIP dla salda obrotów bieżących (przyjęto średnią z 3 lat) wynoszą +6/-4% PKB. Na kraje strefy euro, które nie stosują się do zaleceń odnoszących się do MIP, zgodnie z wytycznymi mogą zostać nałożone sankcje finansowe. Z kolei nieprzestrzeganie procedury dotyczącej nadmiernego zakłócenia równowagi (*Excessive Imbalance Procedure*) może prowadzić do zawieszenia europejskich funduszy strukturalnych i inwestycyjnych¹⁹¹. Procedura ta zakłada pomiar i ocenę stanu koniunktury gospodarczej krajów UE na podstawie oceny czternastu wyselekcjonowanych

wskaźników gospodarczych, publikowanych regularnie przez Eurostat. Sposób pomiaru tych wskaźników jest jednakowy dla wszystkich krajów członkowskich, co umożliwia porównanie stabilności makroekonomicznej unijnych gospodarek i z pewnością stanowi niewątpliwą zaletę o charakterze poznawczo-pomiarowym¹⁹². Tak zidentyfikowana formuła ma zatem charakter wysoce sformalizowany, modelowy, wręcz ideologiczny, przez co traci na znaczeniu jako praktyczny i efektywny wskaźnik dla założeń stabilności makroekonomicznej w odniesieniu do pojedynczej gospodarki w ramach tak złożonej struktury jak Unia Europejska.

Podążając tak wytyczoną ścieżką i dążąc do wskazania kluczowych aspektów dla stabilności makroekonomicznej, należy przyjąć, że z istotną pomocą przychodzi tutaj analiza i ocena zjawiska zmian w zakresie salda obrotów bieżących do produktu krajowego brutto (PKB).

5.2. CZYNNIKI WPLYWAJĄCE NA KSZTAŁTOWANIE SIĘ RELACJI SALDA OBROTÓW BIEŻĄCYCH DO PRODUKTU KRAJOWEGO BRUTTO (PKB) W KONTEKŚCIE POLITYKI STABILIZACYJNEJ

Zgodnie z definicją zawartą w Encyklopedii PWN, bilans obrotów bieżących to zestawienie wszystkich transakcji międzynarodowych danego kraju, poza przepływami kapitału oraz saldem błędów i opuszczeń¹⁹³. Niestety, analiza samego salda obrotów bieżących jest często niewystarczająca do próby prawidłowego

190 https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/macroeconomic-imbalance-procedure_en [dostęp: 18.10.2022].

191 <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy-debata/badania-ekonomiczne-pracownikow-nbp/saldo-obrotow-biezacych-w-polsce-bliskie-poziomu-strukturalnego/#fullimg> [dostęp: 4.11.2022].

192 Z. Urbanowicz, *Stabilność finansowa a stabilność makroekonomiczna...*, s. 373.

193 <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/bilans-obrotow-biezacych;3877640.html> [dostęp: 18.10.2022].

zdiagnozowania stanu gospodarki i możliwych zagrożeń w przyszłości (element prognozy). Nie możemy bowiem bezkrytycznie przyjąć, że deficyt jest domeną słabej lub słabnącej gospodarki, a nadwyżka salda obrotów bieżących gospodarki – bardzo dobrze rozwijającej się i stabilnej. Konieczne staje się szersze spojrzenie uwzględniające np. podstawowe elementy salda obrotów bieżących, czyli towary, usługi, dochody i transfery bieżące, jak też i relację do produktu krajowego brutto. Dane wyrażone są zatem jako % PKB. Warto tutaj nadmienić, że zgodnie z teorią bilans obrotów bieżących powinien wynosić zero, jednak w praktyce jest to niemożliwe, dlatego jego wysokość pokazuje, czy dany kraj ma nadwyżkę czy też deficyt¹⁹⁴. Zgodnie z literaturą przedmiotu, jeśli na rachunku obrotów bieżących jest nadwyżka, to oznacza, że dany kraj więcej zarabia, niż wydaje w relacji z zagranicą, a jeżeli deficyt – na odwrót – więcej pieniędzy wypływa, niż wpływa na rachunki. Warto zauważyć, że wraz z upływem czasu zmieniało się postrzeganie nierównowagi rachunku obrotów bieżących. W modelach statycznych nierównowagę rachunku obrotów bieżących uznawano za zjawisko niepożądane, wymagające podjęcia działań dostosowawczych. Natomiast w modelach dynamicznych, opartych na optymalizacji, uznaje się, że deficyt (nadwyżka) rachunku obrotów bieżących odzwierciedla transfer możliwości konsumpcyjnych w czasie i może być zjawiskiem korzystnym dla gospodarki. Handel międzyokresowy (*intertemporal trade*) umożliwia wygładzenie konsumpcji w czasie (*consumption smoothing*)¹⁹⁵.

Koncepcja transferu możliwości konsumpcyjnych w czasie jest zasadą ogólną, przy czym

194 <https://businessinsider.com.pl/gospodarka/makroekonomia/bilans-obrotow-bezacych-czym-jest/ycgxcgd> [dostęp: 18.10.2022].

195 K. Kuziemska-Pawlak, *Determinanty salda rachunku obrotów bieżących Polski*, „*Ekonomista*” 2018, nr 4, s. 408.

pamiętać należy, że w ogromnej większości przypadków deficyt powiększa się poprzez rosnący import. Idąc krok dalej należy wskazać, że istotnym katalizatorem jest kurs walutowy, czyli wycena krajowej waluty względem głównych walut międzynarodowych, takich jak dolar czy euro. Znaczenie kursów walutowych było wielokrotnie podnoszone w ramach badań determinant sald rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB, czego wynikiem była metodologia *External Balance Assessment* (EBA) rozwinięta przez Departament Badań Międzynarodowego Funduszu Walutowego¹⁹⁶. Powszechnie przyjmuje się jednak, że wpływ zmian poziomu realnego kursu walutowego na saldo bilansu obrotów bieżących nie jest jednoznaczny¹⁹⁷. Jako jeden z dominujących wskazać należy pogląd, że realna deprecjacja waluty krajowej poprzez zmniejszenie siły nabywczej tej waluty zamiast spadku konsumpcji może spowodować spadek krajowych inwestycji za granicą, co powoduje pogorszenie salda bilansu obrotów bieżących¹⁹⁸. Rok 2022 przyniósł dynamiczne osłabianie się walut regionu, w tym też i polskiego złotego (PLN). Co jednak najważniejsze z punktu widzenia potencjalnych ryzyk, deprecjacja PLN była nie tylko dynamiczna, osiągając poziomy historyczne: kurs USD/PLN z dnia 28.09.2022 5,06; kurs EUR/PLN z dnia 08.03.2022 5,00, ale też okazała się trwała – kursy większości walut z udziałem PLN nawet pod koniec 2022 roku utrzymywały się znacznie powyżej wieloletnich średnich.

196 S. Phillips i in., *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, „IMF Working Papers” 2013, nr 272.

197 M. Maciejewski, *Determinanty salda obrotów bieżących państw Unii Europejskiej*, [w:] *Handel zagraniczny i biznes międzynarodowy we współczesnej gospodarce*, red. M. Maciejewski, K. Wach, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2017, s. 399–417.

198 L. Yang, *An Empirical Analysis of Current Account Determinants in Emerging Asian Economies*, „Cardiff Economics Working Papers” 2011, nr 10, 1–48.

Można zatem przyjąć, że wartość polskiego złotego (PLN), wpływając na dynamikę importu i eksportu, przekłada się na saldo obrotów bieżących w bilansie płatniczym, jak również rzutuje na tak kluczowe zjawiska jak inflacja czy inwestycyjne pozycjonowanie kraju, wpływając tym samym na kreację stabilności makroekonomicznej.

Czynnikiem sprzężonym i równie istotnym dla kreacji salda obrotów bieżących jest też charakter prowadzonej polityki pieniężnej. Proces kreacji poziomu krajowych stóp procentowych, który w sposób fundamentalny wpływa na wycenę polskiego złotego, jest naturalnym katalizatorem wzrostu gospodarczego. Obecna sytuacja w Polsce, czyli fala jedenastu następujących po sobie podwyżek stóp procentowych rozpoczęta w październiku 2021 roku (która ostatecznie nie przełożyła się na aprecjację polskiego złotego), a zakończona stopą referencyjną na poziomie 6,75% we wrześniu 2022 roku (najwyższa od 20 lat), generując ryzyko silnego osłabienia koniunktury, wpływa na destabilizację makroekonomiczną poprzez wzrost dynamiki zjawisk dostosowawczych.

Innym bardzo istotnym zagadnieniem przy diagnozowaniu znaczenia i relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto dla stabilności makroekonomicznej jest rodzaj i charakter analizowanych gospodarek. Oczywiście bowiem jest, że gospodarka gospodarce nierówna, nie tylko pod względem wielkości i struktury, ale także z punktu widzenia jej zakresu i stopnia rozwoju. I tak np. kraje Europy Środkowej i Wschodniej (w tym np. Polska), to typowe przykłady gospodarek rozwijających się, czyli znajdujących się na relatywnie niskim poziomie rozwoju, ale o dobrych perspektywach i stosunkowo szybkim wzroście gospodarczym.

Realizowane na szeroką skalę badania naukowe w tym zakresie pozwalają przyjąć,

że saldo obrotów bieżących w krajach rozwijających się w długoterminowej perspektywie przyjmuje literę „U” – kraje rozwijające się korzystają z zasobów krajów rozwiniętych¹⁹⁹. Wskazuje się również, że w pierwszej fazie gospodarki rozwijające się generują silnie ujemne saldo bilansu obrotów bieżących. W wyniku wyraźnie dodatniego (ponadprzeciętnie wysokiego względem gospodarek rozwiniętych) wzrostu gospodarczego następuje punkt zwrotny i stopniowe zmniejszenie deficytu. Debelle i Faruquee, realizując badania dotyczące grupy 52 krajów wysoko uprzemysłowionych i rozwijających się, wskazali, że w latach 1971–1993 punktem zwrotnym dla krajów uprzemysłowionych oraz rozwijających się było osiągnięcie poziomu 66% dochodu w USA. Pozwala to wysunąć wniosek, że im silniejsze (czyli bogatsze) gospodarki, tym w dłuższej perspektywie lepszy wynik na rachunku obrotów bieżących²⁰⁰.

5.3. KSZTAŁTOWANIE SIĘ RELACJI SALDA OBROTÓW BIEŻĄCYCH DO PKB W POLSCE

Dynamiczne procesy ekonomiczno-gospodarcze typowe dla krajów o gospodarkach rozwijających się powodują, że na określonym etapie i przy oczywiście stabilnym otoczeniu zewnętrznym deficyty obrotów bieżących stanowią wiarygodny wskaźnik realizowanych inwestycji krajowych nad oszczędnościami. Jednak w niestabilnym otoczeniu zewnętrznym, czyli w takim, w jakim praktycznie pozostajemy od 2009 roku, mechanizm ten jest

199 M. Obstfeld, K. Rogoff, *The Intertemporal Approach to the Current Account*, "NBER Working Paper" 1994, 4893, s. 1–75

200 G. Debelle, H. Faruquee, *What Determines the Current Account? A Cross-Sectional and Panel Approach*, "IMF Working Paper" 1996, No. 58, s. 1–42.

5.3. KSZTAŁTOWANIE SIĘ RELACJI SALDA OBROTÓW BIEŻĄCYCH DO PKB W POLSCE

zaburzony, a kluczowym punktem odniesienia są bezpośrednio i pośrednio ryzyka wynikające z deficytu na rachunku obrotów bieżących.

Identyfikacja tych ryzyk jest o tyle istotna, że w przypadku polskiej gospodarki od początku tzw. transformacji ustrojowej w bilansie obrotów bieżących odnotowujemy permanentny deficyt (wykres 19).

Wykres 19. Polska – Saldo Obrotów Bieżących do PKB



Źródło: <https://pl.tradingeconomics.com/poland/current-account-to-gdp> [dostęp: 2.11.2022].

Oznacza to, że Polska była i jest importem netto kapitału, czyli część towarów lub usług kupiliśmy na kredyt, a zatem deficyt stanowi miarę zapożyczenia się gospodarki za granicą w danym okresie i w takim znaczeniu określa tempo wzrostu długu zagranicznego. Innymi słowy, ujemna pozycja oznacza, że zobowiązania kraju wobec zagranicy przeważają nad należnościami, czyli kraj jest dłużnikiem netto²⁰¹. Istotnym wyznacznikiem skali ryzyka, jakie wiąże się z takim zjawiskiem, jest czas oraz właśnie specyfika otoczenia

²⁰¹ http://www.home.umk.pl/~robhuski/get/hz/Jak%20wyj%C5%9B%20z%20pu%C5%82apki%20deficytu%20CA%20w%20Polsce_MORAWIECKI_2014.pdf, s. 4 [dostęp: 4.11.2022].

makroekonomicznego²⁰². Z perspektywy czasu, w ciągu ostatnich 25 lat doskonale widać, że polska gospodarka stopniowo redukowała skalę deficytu salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym, redukując tym samym skalę zapotrzebowania na kapitał zagraniczny. W dalszym ciągu jednak kluczowym ryzykiem od strony bilansu płatniczego jest ewentualny znaczny spadek napływu bezpośrednich

inwestycji zagranicznych. Obecnie (stan na połowę listopada 2022) wartość ta w ujęciu miesięcznym skumulowanym oscyluje ok. 5% PKB. W tym zakresie, jako dodatkowe ryzyko można wskazać np. utratę przez Polskę funduszy unijnych, szacowanych na 2% PKB²⁰³. Można zgodzić się z poglądem, że w przypadku polskiej gospodarki pojawia się pewna paradoksalna zależność będąca jednocześnie

²⁰² K. Kuziemska-Pawlak, J. Mućk, *Saldo obrotów bieżących w Polsce bliskie poziomowi strukturalnego*, 15.11.2019, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy-debata/badania-ekonomiczne-pracownikow-nbp/saldo-obrotow-biezacych-w-polsce-bliskie-poziomu-strukturalnego/#fullimg1> [dostęp: 4.11.2022].

²⁰³ *Analizy Makroekonomiczne PKO BP*, 15 listopad 2022, s. 3; https://www.pkobp.pl/media_files/c586e050-ce37-42fd-b79a-9afc5142fa22.pdf [dostęp: 4.11.2022].

zidentyfikowanym ryzykiem możliwych przyszłych zaburzeń gospodarczych. Zależność ta polega na tym, że wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących powoduje konieczność ściągania kapitałów zagranicznych, z których dochody w kolejnych okresach odprowadzane są za granicę, przez co stanowią katalizator wzrostu deficytu²⁰⁴. Proces ten był w sposób istotny kilkukrotnie zakłócany przez wydarzenia o charakterze czynników skrajnych, co tylko wzmacnia znaczenie zidentyfikowanych ryzyk negatywnych.

Praktycznie permanentny charakter utrzymywania się deficytu na rachunku bieżącym w przypadku polskiej gospodarki, w zestawieniu z obecnie wysoce zmiennym – nieprzewidywalnym – otoczeniem zewnętrznym, stwarza ponadprzeciętne zagrożenie pułapką szybkiego i znaczącego pogorszenia sytuacji finansów publicznych. W skrajnej postaci oznaczać to może materializację ryzyka kryzysu walutowego oraz „pułapki średniego dochodu”²⁰⁵, która została zidentyfikowana i uznana za jedną z barier rozwoju Polski w Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju do roku 2020 (z perspektywą do 2030)²⁰⁶. Analiza literatury przedmiotu w tym zakresie wskazuje, że terminologicznie właściwszym określeniem jest „pułapka średniego poziomu rozwoju”, ponieważ wówczas unika się skojarzeń z problematyką nierówności dochodowych²⁰⁷. Samo zjawisko, mimo że

dobrze zidentyfikowane w literaturze, stwarza wiele problemów natury koncepcyjnej. Jednym z głównych mankamentów jest fakt, że gros badań nad pułapką średniego poziomu rozwoju było realizowane przynajmniej kilka lat temu²⁰⁸. Brak aktualnych badań empirycznych oraz dane przyjmowane wcześniej przez badaczy nie uwzględniają w ujęciu całościowym tak ważnego czynnika, jak wysoce zmiennie i nieprzewidywalne otoczenie makroekonomiczne.

Polska gospodarka, charakteryzująca się długoterminowym deficytem na rachunku bieżącym, z natury rzeczy staje się więc mniej odporna na globalne zawirowania finansowe. Niestabilność otoczenia, z jaką mamy obecnie do czynienia, identyfikowana przez pryzmat swoistej kumulacji negatywnych skutków gospodarczych pandemii Covid-19, czy też kryzysu gospodarczo-energetycznego wywołanego agresją Rosji na Ukrainę, stwarza doskonałe warunki do materializacji wskazanych powyżej ryzyk. Symptodem potwierdzającym możliwość realizacji takiego scenariusza jest obserwowana w drugiej połowie 2022 roku wysoka i nadal rosnąca dynamika spadku zainteresowania zagranicznych instytucji finansowych polskimi papierami dłużnymi. Odwzorowaniem wskaźnikowym skali zjawiska jest rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych, która pod koniec października 2022 roku osiągnęła 9% i statystycznie była najwyższa od dwóch dekad (wykres 20). Innym ryzykiem bezpośrednio powiązanim jest materializujący się w 2023 roku skokowy wzrost zadłużenia zagranicznego.

204 M. Janicka, *Ocena stabilności zewnętrznej Polski w latach 2000–2014*, „International Business and Global Economy” 2016, nr 35/1, s. 364.

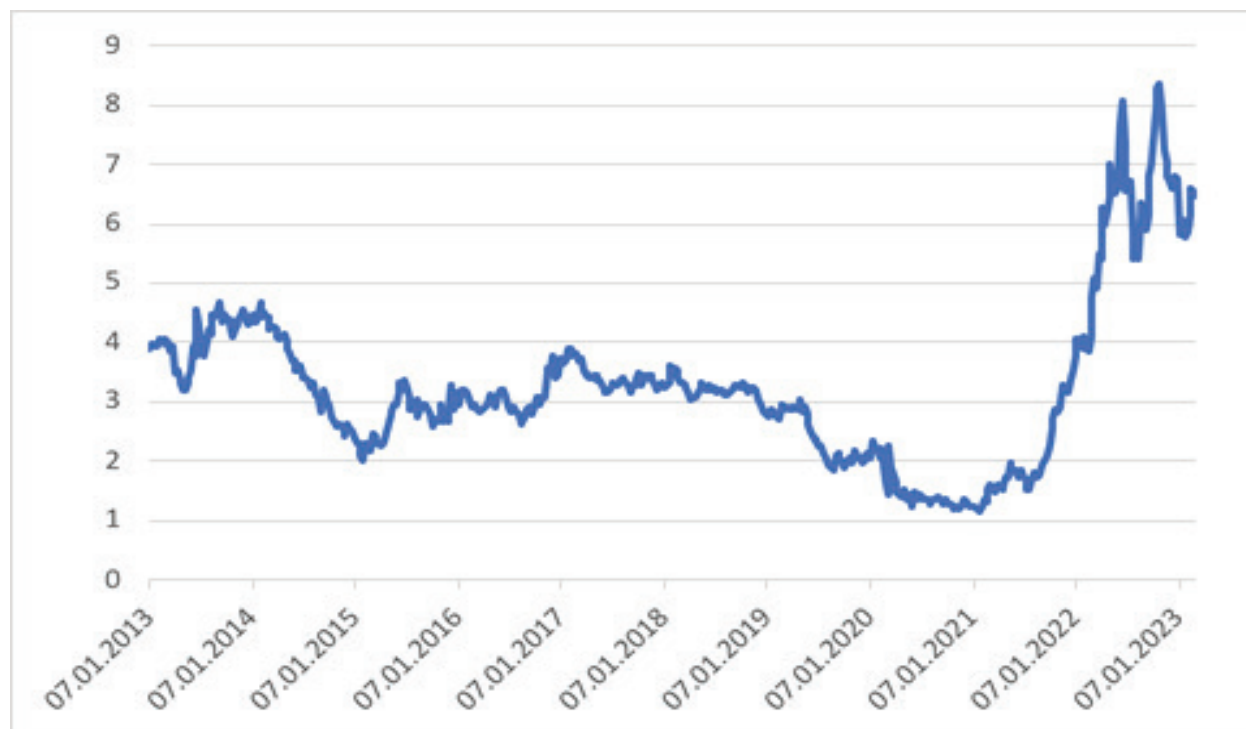
205 <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy-debata/badania-ekonomiczne-pracownikow-nbp/saldo-obrotow-biezacych-w-polsce-bliskie-poziomu-strukturalnego/#fullimg1>, s. 5 [dostęp: 4.11.2022].

206 W 2017 r. M. Morawiecki, ówczesnie wicepremier oraz minister finansów i rozwoju, określił pułapkę średniego dochodu jako jedną z głównych zidentyfikowanych pułapek w polskiej gospodarce [Biuro Komisji Sejmowych, 2017].

207 A. Wojtyła, *Kontrowersje teoretyczne wokół koncepcji pułapki średniego poziomu rozwoju*, „Gospodarka Narodowa” 2016, nr 286 (6), s. 5–22.

208 Por. D. Bulman, M. Eden, H. Nguyen, *Transitioning from Low-Income Growth to High-Income Growth: Is There a Middle-Income Trap?*, „ADB Working Paper” 2017, no. 646, pp. 1–30; J. Felipe, U. Kumar, R. Galope, *Middle-Income Transitions: Trap or Myth?*, „ADB Economics Working Paper Series” 2014, no. 421, pp. 1–28; A. Deaton, *Wielka ucieczka. Zdrowie, bogactwo i źródła nierówności*, tłum. J. Halbersztat, WN PWN, Warszawa 2016; J. Cieślak, *O pułapkach wychodzenia z pułapki średniego dochodu*, „Rzeczpospolita” 16.03.2015, s. W3.

Wykres 20. Polska – Obligacje rządowe 10-letnie (rentowność w%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: <https://pl.tradingeconomics.com/poland/government-bond-yield> [dostęp: 4.11.2022].

Należy podkreślić, że wysoce zmienne otoczenie gospodarcze jest nie tylko zjawiskiem lokalnym, ma wyraźny zasięg globalny. Można zatem powiedzieć, że sytuacja na polskim rynku długu jest odbiciem światowej tendencji.

Specyfika gospodarek krajów rozwijających się, czyli o dynamicznych przebiegach procesów gospodarczych oraz permanentnych deficytach obrotów bieżących w bilansie płatniczym, jest doskonałym miejscem do inkubacji zjawisk kryzysowych. W ramach światowej tendencji, we wszystkich krajach europejskich oraz USA rentowności obligacji rządowych rosną, z wyraźnym wskazaniem na rok 2022. Jest to spowodowane wysoką inflacją, która stała się problemem światowym, a w efekcie – z oczekiwaniami na wzrost stóp procentowych. Statystycznie Polska jednak na tym obszarze wiedzy niechlubny prym, plasując się w gronie krajów najgorzej postrzeganych przez

zewnątrzny kapitał inwestycyjny. Obok Polski zbliżone rentowności odnotowano w Meksyku i w Rosji (8–10%), a także na Węgrzech, w Turcji i w Wenezueli (10–12%)²⁰⁹.

Analiza znaczenia stabilności makroekonomicznej Polski, z punktu widzenia roli relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto, wymaga również szerszego spojrzenia – z uwzględnieniem innych europejskich gospodarek. W tym celu jest zasadne porównanie sytuacji na rachunku bieżącym z innymi gospodarkami w odniesieniu jego salda do wielkości PKB. Dane statystyczne wskazują na silne zróżnicowanie salda obrotów bieżących zarówno pomiędzy gospodarkami UE, jak i w czasie. Na tym tle

²⁰⁹ <https://www.forbes.pl/finanse/polskie-obligacje-traca-na-wartosci-najszybciej-na-swiecie-to-moze-sie-skonczyz/6n8jku3> [dostęp: 15.11.2022].

Polska, podobnie jak Czechy, Węgry i Słowacja, od połowy lat 90. XX wieku przez większość okresu odnotowywała deficyt, który w latach 1995–2017 wynosił średnio 3,4% PKB w Polsce, 2,6% w Czechach, 4,3% na Słowacji i 3,1% na Węgrzech²¹⁰. Jak pokazują dane, Polska znajduje się zatem w gronie państw, w których odnotowano największy deficyt w stosunku do PKB, np. jeszcze w 2015 roku wielkość ta była stosunkowo nieduża: 0,6% PKB, jednak w poprzednich latach (np. 2007 i 2008) odsetek ten zbliżał się do 7% PKB. Obecnie, czyli w drugiej połowie 2022 roku, ponownie zbliżyliśmy się do wartości z 2015 roku²¹¹.

Tak jak wykazano powyżej, relacja salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto ma w związku z tym kluczowe znaczenie dla zdiagnozowania zakresu stabilności makroekonomicznej. Jest to o tyle istotne, że w literaturze teoretycznej nie istnieje konsensus co do determinant salda obrotów bieżących²¹². Można przyjąć, że w aktualnym stanie otoczenia zewnętrznego kluczowymi czynnikami determinującymi relację salda rachunku obrotów bieżących do PKB są: poziom rozwoju gospodarczego, realizowana polityka fiskalna państwa, struktura demograficzna społeczeństwa, kurs walutowy, polityka monetarna oraz niepewność związana z losowością przyszłych dochodów.

Biorąc pod uwagę powyższą analizę, jak też próbę identyfikacji kluczowych elementów wpływających na kształtowanie salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym z uwzględnieniem produktu krajowego brutto, należy stwierdzić, że kształtowanie się salda rachunku obrotów bieżących jest kluczowe dla stabilności makroekonomicznej polskiej gospodarki. Badając tendencje zmian w długiej perspektywie czasowej, z uwzględnieniem częstotliwości czynników skrajnych, należy przyjąć, że charakterystyka zmian salda rachunku obrotów bieżących do PKB nie generuje obecnie ryzyk wymagających interwencji. Co więcej, przebiegi historyczne oraz zakres deficytu salda obrotów bieżących nie odbiega od wieloletnich średnich. Budując jednak scenariusze na kolejne lata, trzeba wziąć pod uwagę przynajmniej kilka istotnych ryzyk. Warto, szczególnie w obecnej rzeczywistości, pamiętać, że trwałe lub tym bardziej pogłębiające się deficyt salda obrotów bieżących gospodarek rozwijających się jest odzwierciedleniem niskiej odporności kraju na szoki zewnętrzne i ryzyka gwałtownego odpływu kapitału. Tym samym podjęta tematyka wymaga dalszych badań ze szczególnym uwzględnieniem specyfiki makrootoczenia.

210 K. Kuziemska-Pawlak, J. Mućk, *Saldo obrotów bieżących w Polsce bliskie poziomowi strukturalnego...*

211 http://www.nbp.pl/statystyka/Bilans_platniczy/BOP_q.xlsx [dostęp: 4.11.2022].

212 K. Kuziemska-Pawlak, J. Mućk, *Saldo obrotów bieżących w Polsce bliskie poziomowi strukturalnego...*



ROZDZIAŁ VI

ZNACZENIE BEZPIECZEŃSTWA ENERGETYCZNEGO DLA STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ

6.1. ISTOTA BEZPIECZEŃSTWA ENERGETYCZNEGO

Współczesna cywilizacja jest uzależniona od energii, zwłaszcza od energii elektrycznej. Dzisiejsze społeczeństwa oraz gospodarki narodowe nie mogłyby normalnie funkcjonować bez stabilnego zasilania. Zapewnienie bezpieczeństwa energetycznego jest dziś zatem jednym z najwyższych priorytetów, który sprawia, że ingerencja władz państwowych w funkcjonowanie mechanizmów rynkowych jest nie tylko akceptowana społecznie, ale nawet oczekiwana i wymagana przez wyborców.

Polski ustawodawca zdefiniował bezpieczeństwo energetyczne w art. 3 pkt 16 ustawy z dnia 10 kwietnia 1997 roku – Prawo energetyczne. Pojęcie to oznacza taki stan gospodarki, który umożliwia pokrycie bieżącego i perspektywicznego zapotrzebowania odbiorców na paliwa i energię w sposób technicznie i ekonomicznie uzasadniony, przy zachowaniu wymagań ochrony środowiska. Z definicji tej wynika, że dla zapewnienia bezpieczeństwa energetycznego konieczne jest podejmowanie wielu różnych, powiązanych ze sobą działań krótko- i długookresowych przez podmioty gospodarcze działające w energetyce oraz przez

organy administracji publicznej, które sprawują nadzór nad tym sektorem gospodarki.

Celem polityki energetycznej, będącej częścią polityki społeczno-ekonomicznej państwa polskiego, jest – zgodnie z art. 13 ustawy Prawo energetyczne – zapewnienie bezpieczeństwa energetycznego kraju, wzrostu konkurencyjności gospodarki i jej efektywności energetycznej, a także ochrony środowiska naturalnego, w tym klimatu. Dlatego, podejmując określone działania na rzecz zapewnienia bezpieczeństwa energetycznego, należy uwzględniać m.in. kwestie związane z funkcjonowaniem infrastruktury krytycznej w energetyce (w tym cyberbezpieczeństwo), oddziaływaniem na otoczenie przyrodnicze, a także przewidywać potencjalne ich konsekwencje dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a także kwestie związane ze stwarzaniem optymalnych ekonomicznych i prawnych warunków funkcjonowania przedsiębiorstw trudniących się wytwarzaniem i przesyłem energii²¹³. Innymi słowy, trzeba pamiętać, że zapewnienie

213 A. Zając, R. Balina, D. Kowalski, *Financial and Economic Stability of Energy Sector Enterprises as a Condition for Poland's Energy Security – Legal and Economic Aspects*, "Energies" 2023, nr 16(3):1442. <https://doi.org/10.3390/en16031442> [dostęp: 15.04.2023].

stabilnych dostaw energii w różnych jej postaciach oraz surowców energetycznych po konkurencyjnych cenach jest podstawą makroekonomicznej stabilizacji gospodarki i jednym z warunków trwałego, dynamicznego wzrostu gospodarczego²¹⁴.

Problematyka polityki energetycznej i bezpieczeństwa energetycznego była poruszana często – choć zazwyczaj powierzchownie – w mediach, a także w literaturze z zakresu nauk społecznych. Wojna w Ukrainie sprawiła, że obecnie zagrożeniom tym – zarówno w Polsce, jak i w innych krajach europejskich – nadano zdecydowanie większe znaczenie niż miały w przeszłości. Świadomość uzależnienia całej Unii Europejskiej od importu nośników energii była co prawda powszechna, ale potencjalne zagrożenia związane z mocną pozycją Rosji jako ich głównego eksportera na rynki unijne dostrzegano głównie w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Przykładem mogą być spostrzeżenia M. Bodio, który analizował relacje Unii Europejskiej i Federacji Rosyjskiej w sferze polityki energetycznej w latach 2000–2008. Autor stwierdził, że po przejęciu władzy w Rosji przez Putina opracowano i wdrożono koncepcję „mocarstwa energetycznego”, dla którego eksport nośników energii jest jednym z podstawowych instrumentów służących kształtowaniu relacji z Unią Europejską. Stało się jasne, że władze na Kremlu zastąpiły w energetyce kryteria wolnorynkowe politycznymi²¹⁵.

Z perspektywy czasu należy odnotować, że wpływ Polski – a także innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej – na politykę energetyczno-klimatyczną Unii Europejskiej nie był satysfakcjonujący. Była ona tworzona głównie przez kraje tzw. starej Unii, wśród których dominowały Niemcy i Francja. Dokonując oceny skuteczności polskiego wpływu na politykę energetyczną UE w latach 2004–2015, M. Ruszel zaznaczył, że był on – siłą rzeczy – ograniczony²¹⁶.

Tymczasem jeszcze na początku bieżącego roku zależność Unii Europejskiej od importu surowców energetycznych z Federacji Rosyjskiej była ogromna. Według danych zawartych w raporcie PIE²¹⁷, w ostatnich latach Unia Europejska sprowadzała ok. 25% ropy naftowej z Rosji – było to blisko 3 mln baryłek dziennie. Własne wydobywanie w UE stanowiło niecałe 4% zapotrzebowania w 2019 roku. Co interesujące, największą ilość ropy z Rosji w 2019 roku importowały Niemcy i Polska. Oba kraje łącznie sprowadziły 30% importu rosyjskiego surowca do UE. Jednak zależność od importu z tego kierunku wyglądała odmiennie – w Niemczech ropa sprowadzana z Rosji w 2019 roku stanowiła 32% ogółu importu ropy, zaś w Polsce aż 68%.

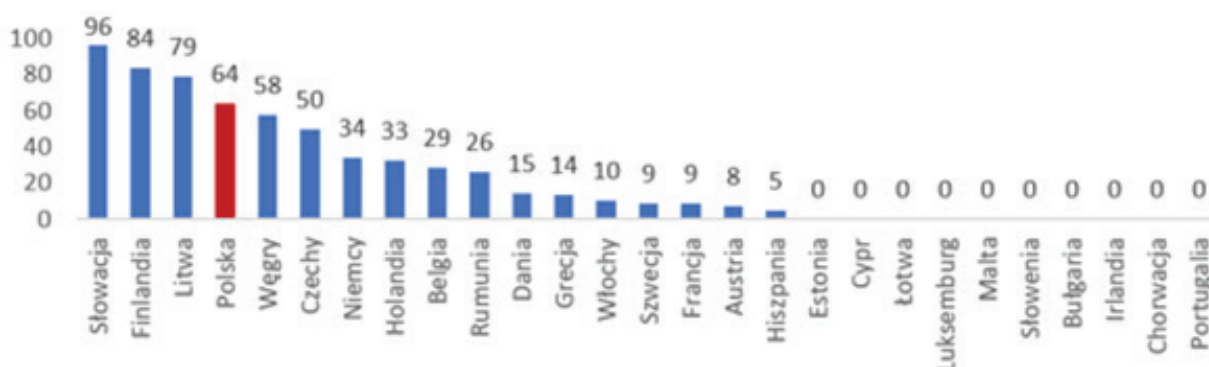
214 Od 2. połowy XX w. pewność zaopatrzenia w energię to podstawa produkcji przemysłowej i standardu życia w krajach uprzemysłowionych. H. Rogall, *Ekonomia zrównoważonego rozwoju*, tłum. J. Gilewicz, Zysk i S-ka, Poznań 2010, s. 365.

215 M. Bodio, *Polityka energetyczna w stosunkach między Unią Europejską a Federacją Rosyjską w latach 2000–2008*, Oficyna Wydawnicza Aspra-JR, Warszawa 2009, s. 297–298.

216 M. Ruszel, *Polski wpływ na kształtowanie polityki energetycznej UE 2004–2015*, Difin, Warszawa 2016, s. 84 i nast.

217 K. Lipiński, M. Maj, M. Miniszewski, *Unia Europejska niezależna od Rosji? Alternatywne źródła dostaw surowców energetycznych*, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa 2022, s. 4–5.

Wykres 21. Udział ropy z Rosji w imporcie ogółem (w %)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostat.

Wykres powyższy pokazuje, jak duży w całkowitym imporcie ropy naftowej przez poszczególne kraje UE był udział surowca rosyjskiego²¹⁸. Grupa 10 krajów w ogóle nie kupowała ropy naftowej w Rosji. Natomiast Polska należała do grupy 6 krajów, w których udział ten przekraczał 50%. Kolejnych 11 krajów członkowskich pokrywało do 34% swoich potrzeb importem tego surowca z Rosji.

Jeszcze większa była w zależność Unii Europejskiej jeśli chodzi o paliwa gazowe²¹⁹. W kilku ostatnich latach ok. 155 mld m³ gazu ziemnego importowano z Rosji. Stanowiło to ok. 45% całego importu i 40% konsumpcji w Unii Europejskiej. Warto przy tym odnotować, że na początku marca 2022 roku ponad dwukrotnie niższe od średniej UE było załoczenie magazynów gazu kontrolowanych na terytorium unijnym przez Gazprom. Co ważne, w tym samym okresie udział węgla kamiennego z Rosji w imporcie UE wynosił 44%. Warto odnotować, że – w związku z realizacją idei dekarbonizacji gospodarki – w latach

2016–2019 import węgla do Unii Europejskiej zmniejszył się o 20%.

O wpływie ustawodawstwa Unii Europejskiej na przyjmowanie w Polsce oraz w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej bardzo restrykcyjnie określonych wymogów Pakietu energetyczno-klimatycznego z 2008 roku pisał T.G. Grosse w swojej książce *W objęciach europeizacji*. Autor słusznie zauważył, że jeszcze w końcu pierwszej dekady XXI wieku, w związku z unijną polityką energetyczno-klimatyczną, przed Polską stało bardzo trudne zadanie gruntownej zmiany modelu gospodarki na niskoemisyjną, opartą na innowacjach i ekologicznych technologiach²²⁰.

Rosja bardzo szybko zaczęła wprowadzać w życie doktrynę „energetycznego mocarstwa”. Szczególnie wyraźnie nieprzyjemne działania były widoczne w związku z eksportem gazu ziemnego do „nowych” państw UE oraz na Ukrainę i Białoruś. Rynki ropy naftowej i węgla kamiennego są mniej podatne na manipulacje niż rynek błękitnego paliwa. Decydują o tym właściwości fizyczne gazu ziemnego oraz związane z nimi uwarunkowania techniczne. Jego transport na większe odległości

218 PIE, 04.05.2022, *Po unijnym embargo na ropę budżet Rosji straci najważniejsze źródło przychodów*, <https://pie.net.pl/po-unijnym-embargo-na-ropę-budżet-rosji-straci-najważniejsze-źródło-przychodów/> [dostęp: 15.04.2023].

219 Lipiński K., Maj M., Miniszewski M., *Unia Europejska niezależna od Rosji?...*, s. 4–5.

220 T.G. Grosse, *W objęciach europeizacji: wybrane przykłady z Europy Środkowej i Wschodniej*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 2012, s. 331.

może się odbywać albo w stanie lotnym za pomocą gazociągów o zróżnicowanych parametrach eksploatacyjnych, albo w postaci płynnej jako LNG (*Liquified Natural Gas*) z wykorzystaniem specjalnych statków – metanowców. Skroplenie gazu, jego transport, a następnie przywrócenie stanu lotnego wymagają zastosowania specjalnych instalacji kriogenicznych, co oczywiście ma też wpływ na koszty²²¹.

Spór między Rosją a Ukrainą o ceny gazu ziemnego oraz o rozliczenia opłat za jego tranzyt do odbiorców w Europie Zachodniej doprowadził do przerw w dostawach tego surowca. Wywołany w ten sposób kryzys gazowy ze stycznia 2009 roku został poddany wszechstronnej analizie głównie pod kątem wpływu na bezpieczeństwo energetyczne UE i jej stabilność ekonomiczną. W opracowaniu pod redakcją K. Falkowskiego i E. Teichmann wskazano wyraźnie, że nowe państwa członkowskie UE z Europy Środkowo-Wschodniej są silnie zależne od importu ropy naftowej i gazu ziemnego z Rosji. Dla państw tego regionu zapewnienie bezpieczeństwa energetycznego jest poważnym wyzwaniem. Kryzys gazowy potwierdził również, że konieczne są dalsze działania na rzecz realnej integracji unijnych rynków energii²²².

Negatywne skutki kryzysu gazowego ze stycznia 2009 roku – zwłaszcza dla państw Europy Wschodniej – nie mogły budzić żadnych wątpliwości. Toteż podjęte zostały różne inicjatywy krajowe i regionalne zmierzające do poprawy bezpieczeństwa energetycznego. Przykładem może być wydana przez Ośrodek Studiów Wschodnich praca poświęcona możliwym zmianom na rynkach gazu ziemnego

państw Grupy Wyszehradzkiej, które poprawiłyby stan ich bezpieczeństwa energetycznego²²³. W Polsce ta problematyka znalazła odzwierciedlenie w różnych opracowaniach i dokumentach strategicznych, między innymi w *Białej księdze bezpieczeństwa narodowego Rzeczypospolitej Polskiej*²²⁴.

Strategiczny zwrot, jakiego dokonała Rosja w swojej polityce zagranicznej i energetycznej, stał się wyraźnie widoczny w połowie drugiej dekady obecnego wieku. Z jednej strony, władze na Kremlu prowadziły, przy udziale Niemiec, konsekwentne działania zmierzające do osłabienia spójności Unii Europejskiej i uzależnienia jej od dostarczanych surowców energetycznych. Z drugiej – Kreml starał się budować wpływy w innych regionach świata. Przykładem są bliskie relacje handlowe z Indiami, które są stałym klientem rosyjskich firm zbrojeniowych. Dostrzegano także coraz bliższą współpracę Rosji z Chinami, które wciąż potrzebują ogromnych ilości ropy naftowej i gazu ziemnego dla swojej gospodarki²²⁵.

Przykładów aktywności Kremla, która miała osłabić Unię Europejską i uzależnić ją od rosyjskich surowców energetycznych, jest oczywiście więcej. Można wskazać choćby zróżnicowane traktowanie przez Gazprom odbiorców z różnych krajów unijnych. Im bardziej dane państwo akceptowało politykę Rosji, tym korzystniejsze ceny zakupu mogły wynegocjować z Gazpromem paliwo firmy importujące błękitne paliwo pochodzące z tego kraju. Innym przykładem była forsowana przez Rosję – w bliskiej współpracy z Niemcami – budowa gazociągów Nord Stream 1 i 2. Jak pokazały późniejsze wydarzenia, były

221 *Vademecum gazownika*, t. 1: *Podstawy gazownictwa ziemnego: pozyskiwanie, przygotowanie do transportu, magazynowanie*, red. S. Nagy, SITPNIg, Kraków 2014, s. 785–788.

222 G. Wojtkowska-Łodej, [w:] *Reaction to World Economic Crisis and regional Gas Crisis*, red. K. Falkowski, E. Teichmann, Warszawa 2010, s. 263–267.

223 S. Ascari, *The Gas Target Model for the Visegrad 4 Region: conceptual analysis*, OSW, Warszawa 2013.

224 Publikacja przygotowana przez Biuro Bezpieczeństwa Narodowego w 2013 roku.

225 Keun-Wook Paik, *Sino-Russian Gas and Oil Cooperation: Entering into a New Era of Strategic Partnership?* OIES Paper WPM 59, April 2015.

to inwestycje co najmniej wątpliwe z punktu widzenia bezpieczeństwa energetycznego Unii Europejskiej. Także ich zgodność z unijnym porządkiem prawnym budziła wiele uzasadnionych zastrzeżeń²²⁶.

Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że Unia Europejska z dużym opóźnieniem zajęła się problematyką bezpieczeństwa energetycznego. Wypada zgodzić się z opinią, że od lat 50. XX wieku we Wspólnotach Europejskich integracja w zakresie energetyki – zapewne ze względu na niewielkie zainteresowanie starych państw członkowskich – nie odnotowała widocznych sukcesów²²⁷. Zmiana podejścia nastąpiła dopiero w związku z przygotowaniem do przyjęcia nowych państw członkowskich, głównie z Europy Środkowo-Wschodniej, w tym Polski. Opracowano wówczas tzw. zieloną księgę – dokument, który zawierał wielowymiarową analizę problemu zależności energetycznej państw europejskich, jej skutków i perspektyw²²⁸. Odmienne interesy państw członkowskich sprawiły jednak, że unia energetyczna nie mogła powstać.

Potrzeba wypracowania nowego podejścia do polityki energetyczno-klimatycznej oraz kwestii bezpieczeństwa energetycznego Unii Europejskiej była oczywista. Jednak wątpliwości w związku z decyzją o dekarbonizacji unijnych gospodarek i rynków energii pojawiły się choćby co do kosztów tego procesu, jego tempa oraz roli gazu ziemnego, który miał być paliwem przejściowym transformacji energetycznej²²⁹. Dodatkowym elementem w tych dyskusjach były kwestie związane z możliwo-

ściami wydobywania gazu łupkowego w Europie. Dla takich krajów jak Polska ewentualne rozpoczęcie eksploatacji tego surowca na skalę przemysłową stwarzało realne możliwości modernizacji energetyki i gospodarki, a także zdecydowaną poprawę bezpieczeństwa energetycznego²³⁰.

Początek drugiej dekady XXI wieku przyniósł wyzwania związane z pandemią Covid-19, której skutkiem w sferze ekonomicznej było m.in. zmniejszone zapotrzebowanie na energię i jej nośniki. W drugiej połowie 2021 roku zaczęły być widoczne oznaki ożywienia gospodarczego i zwiększone zapotrzebowanie na energię. Był to również moment, w którym Rosja rozpoczęła działania zmierzające do destabilizacji rynków energii i osłabienia gospodarczego krajów Zachodu. Z dzisiejszej perspektywy widać, że były to działania wyprzedzające, które miały ułatwić władzom na Kremlu atak na Ukrainę w lutym 2022 roku.

6.2. NOWA SYTUACJA NA RYNKACH ENERGII

Wzrost cen nośników energii na rynkach światowych oraz na rynku Unii Europejskiej był widoczny już w 2021 roku, na długo zanim wojska Federacji Rosyjskiej zaatakowały Ukrainę 24.02.2022 roku. Jesienią 2021 roku w całej Europie zaczęły szybko rosnąć ceny energii elektrycznej oraz gazu ziemnego. Przykładem może być dojrzały rynek energii w Wielkiej Brytanii, na którym wielu dostawców błękitnego paliwa w tym okresie było zagrożonych bankructwem. Jednocześnie Rosja, ograniczając podaż gazu ziemnego w Europie, wywierała presję na

226 A. Riley, *Nord Stream 2: A Legal and Policy Analysis*, CEPS 2016, No. 151.

227 I. Bil, H. Nyga-Łukaszewska, [w:] *Reaction to World Economic Crisis and regional Gas Crisis...*, s. 155–156.

228 Green Paper, *Towards a European Strategy for the Security of Energy Supply*, Brussels 2000.

229 J. Stern J., *The Future of Gas in Decarbonising European Energy Markets: the need for a new approach*, OIES Paper NG 116 / January 2017.

230 *The impact of shale gas extraction on the socio-economic development of regions – an American success story and potential opportunities for Poland*, red. I. Albrzycht, The Kosciuszko Institute, Kraków 2012.

certyfikację gazociągu Nord Stream 2²³¹. Ceny na polskich rynkach odzwierciedlały trendy widoczne na rynkach europejskich. Widać to bardzo wyraźnie na przykładzie ubiegłorocznych danych opublikowanych przez URE dla hurtowych rynków energii elektrycznej i gazu ziemnego w Polsce.

Hurtowy rynek energii elektrycznej w Polsce w 2021 roku

Zgodnie z informacjami URE²³², w 2021 roku wolumen krajowej produkcji energii elektrycznej brutto wyniósł 173 583 GWh, co oznaczało wzrost o 14% w porównaniu z 2020 rokiem. Krajowe zużycie energii elektrycznej brutto w 2021 roku wyniosło 174 402 GWh i wzrosło o 5,4% w porównaniu z 2020 roku. Z danych URE wynika, że w 2021 roku udział importu stanowił 8,0% całkowitego przychodu, zaś udział eksportu wyniósł 7,6% rozchodu energii elektrycznej.

W porównaniu z okresem wcześniejszym, udział importu zmniejszył się o 3,8 punktu procentowego, zaś udział eksportu wzrósł o 3,4 punktu procentowego. Należy także zauważyć, że według danych URE, struktura produkcji energii elektrycznej w 2021 roku zmieniła się bardzo nieznacznie w stosunku do 2020 roku. W dalszym ciągu zdecydowana większość wytwarzanej w Polsce energii elektrycznej oparta była na węglu kamiennym oraz węglu brunatnym.

Hurtowy rynek gazu ziemnego w Polsce w 2021 roku

Według informacji URE²³³, zakupy gazu ziemnego z zagranicy w 2021 roku obejmowały import oraz nabycie wewnątrzwspólnotowe w łącznej ilości 190,4 TWh. Zakupy te były uzupełniane gazem ziemnym pochodzącym ze źródeł krajowych w ilości 40,7 TWh. Z danych URE wynika, że w ubiegłym roku przez polski system przesyłowy przepłynęło 490,5 TWh gazu wysokometanowego i 8,2 TWh gazu azotanowego. Należy zaznaczyć, że większość gazu wysokometanowego została przetransportowana jako tranzyt gazociągami jamalskim. Jak podaje URE, w drugiej połowie 2021 roku na rynku detalicznym widoczny był silny i gwałtowny wzrost cen gazu ziemnego. Było to wynikiem wzrostu cen hurtowych, przede wszystkim na rynkach ponadnarodowych.

Rynek energii elektrycznej w Polsce w 2022 roku

Niekorzystne trendy na rynkach energii elektrycznej w Unii Europejskiej i w Polsce uległy dalszemu pogłębieniu w 2022 roku. Według danych URE²³⁴, średnia cena energii elektrycznej sprzedawanej przez wytwórców w kontraktach dwustronnych (tzw. kontrakty OTC – *over the counter* – zawierane na rynku pozagiełdowym), w trzecim kwartale 2022 roku wyniosła 615,28 zł/MWh i była ponad dwa razy wyższa niż przed rokiem oraz o 125 zł wyższa od ceny z poprzedniego kwartału. Jak podaje URE, ta energia jest zwolniona z obowiązku

231 <https://biznesalert.pl/merkel-nord-stream-2-inwazja-rosji-na-ukrainie/> [dostęp: 8.12.2022].

232 <https://www.ure.gov.pl/pl/energia-elektryczna/charakterystyka-ryнку/10372,2021.html> [dostęp: 14.10.2022].

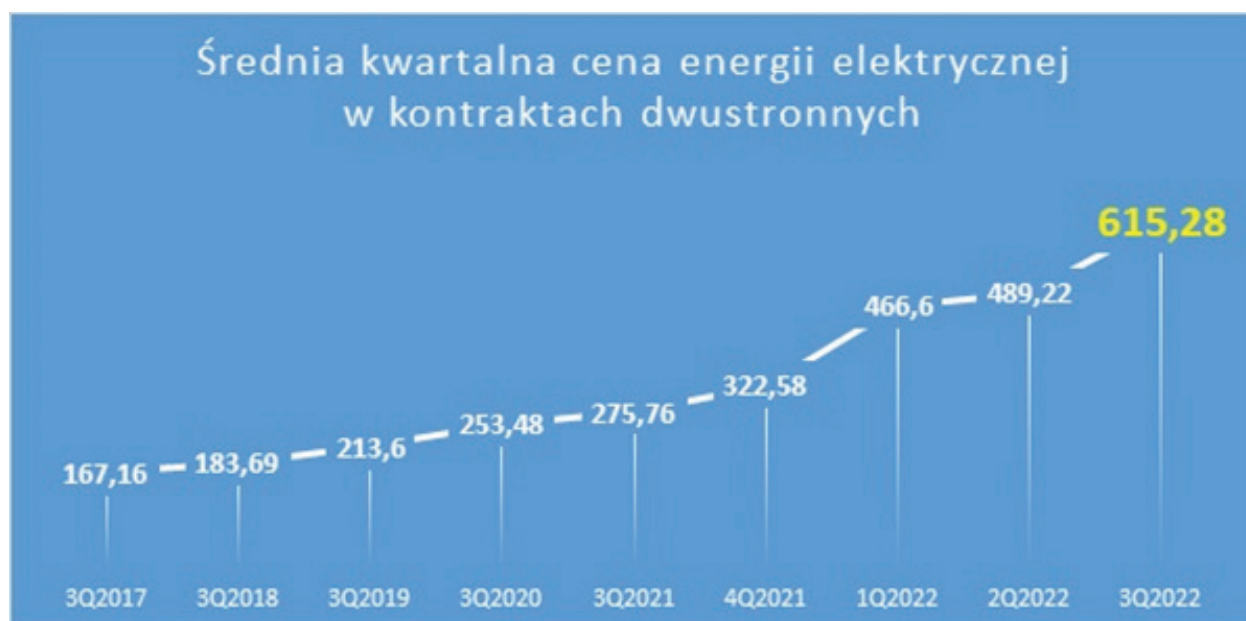
233 <https://www.ure.gov.pl/pl/paliwa-gazowe/charakterystyka-ryнку/10373,2021.html> [dostęp: 14.10.2022].

234 <https://www.ure.gov.pl/pl/urząd/informacje-ogólne/aktualności/10583,Cena-energii-elektrycznej-w-kontraktach-dwustronnych-w-trzecim-kwartale-roku-wyn.html> [dostęp: 25.11.2022].

publicznej sprzedaży poprzez giełdę na podstawie art. 49a ust. 5 ustawy – Prawo energetyczne i art. 9 ustawy z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie ustawy – Prawo energetyczne oraz niektórych innych ustaw.

Ze względów metodologicznych należy zaznaczyć, że cena ta nie uwzględnia podatków (VAT, akcyza), opłat niezwiązanych z ilością sprzedanej energii elektrycznej oraz zobowiązań związanych z prawami majątkowymi. Ponadto, znaczny wpływ na poziom średniej ceny mają kontrakty zawierane z dużym wyprzedzeniem, które sięga roku, a nawet 2 lat. Na skutek tych okoliczności cena średnia może nie odzwierciedlać aktualnych warunków rynkowych.

Rysunek 1. Średnia kwartalna cena energii elektrycznej w kontraktach dwustronnych zawieranych w trzecich kwartałach lat 2017–2022 oraz od trzeciego kwartału 2021 roku do trzeciego kwartału 2022 roku [zł/MWh]



Źródło: opracowanie URE.

W kolejnych kwartałach 2022 roku występował znaczny spadek ilości energii elektrycznej sprzedawanej na rynku pozagiełdowym. W pierwszym kwartale bieżącego roku było

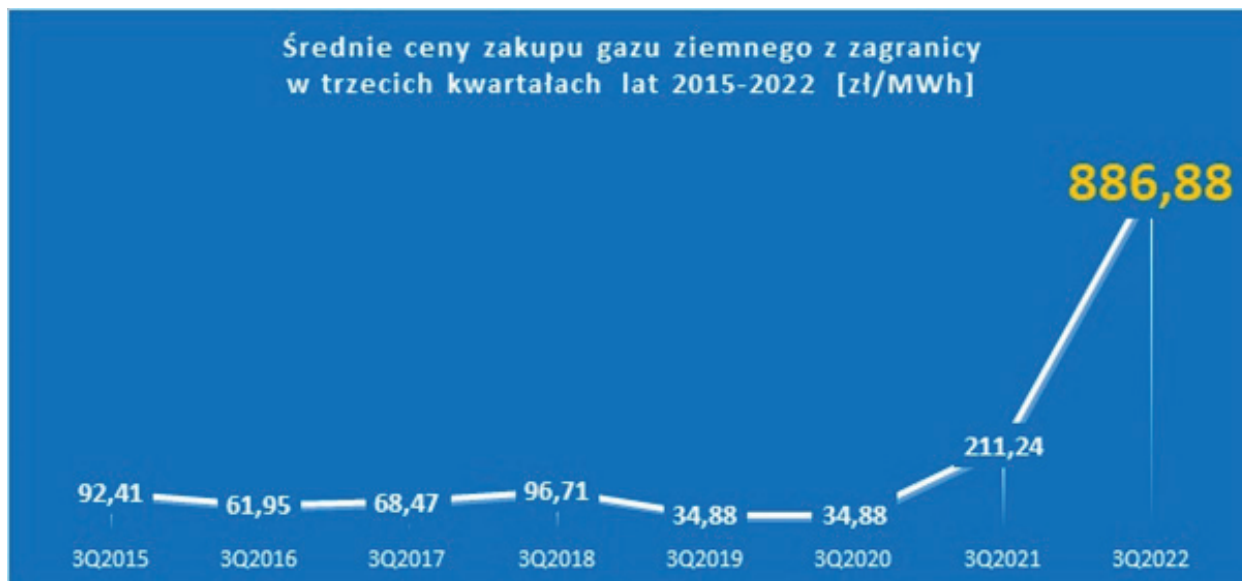
to jeszcze 8,44 TWh, ale w drugim już tylko 5,46 TWh. Według danych URE, łączny wolumen energii elektrycznej sprzedanej w kontraktach dwustronnych w trzecim kwartale 2022 roku wyniósł 4,11 TWh. Zatem, licząc kwartał do kwartału bieżącego roku, spadek ten wyniósł prawie 1,35 TWh.

Rynek gazu ziemnego w Polsce w 2022 roku

Z danych URE²³⁵ wynika, że systematycznie rosną kontraktowe ceny gazu ziemnego sprowadzanego z krajów Unii Europejskiej. W trzecim kwartale 2022 roku średnia cena gazu ziemnego kupowanego w krajach UE wyniosła ponad 886 zł/MWh. Cena ta była zatem aż cztery razy wyższa niż rok wcześniej. Jak informowało URE, wyliczeń dokonano na podstawie cen z kontraktów wykonanych.

235 <https://www.ure.gov.pl/pl/urząd/informacje-ogolne/aktualnosci/10661,Rynek-gazu-rosna-kontraktowe-ceny-gazu-ziemnego-sprowadzanego-z-krajow-UE.html> [dostęp: 25.11.2022].

Rysunek 2. Średnie ceny zakupu gazu ziemnego z zagranicy w trzech kwartałach lat 2015–2022 [zł/MWh]



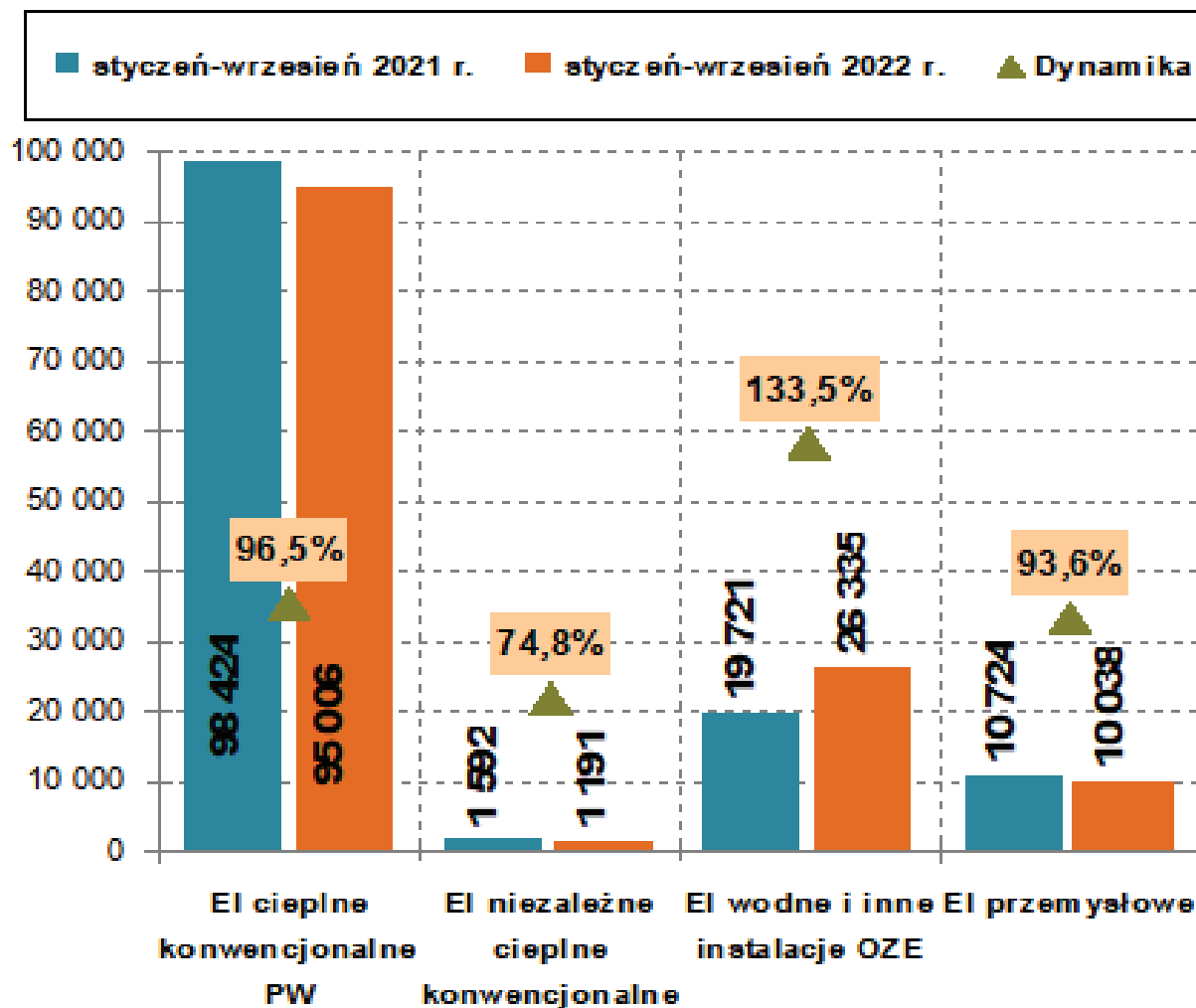
Źródło: opracowanie własne URE.

Kontrakty zagraniczne w oczywisty sposób mają wpływ na ceny paliw gazowych na polskim rynku hurtowym. Z kolei ceny hurtowe znajdują następnie odzwierciedlenie w cenach gazu dla klientów końcowych w Polsce. Informacje o rosnących kosztach pozyskania paliw gazowych oraz o wzroście cen w taryfach dla odbiorców gazu zaazotowanego, jak i wysokometanowego, były dostępne już w październiku 2021 roku. Z danych URE wynika, że w latach 2015–2018 (dane z trzeciego kwartału każdego roku) średnie ceny zakupu gazu ziemnego z zagranicy pozostawały w przedziale ok. 60–97 zł/MWh. W kolejnych dwóch latach ceny w jesiennych kwartałach były znacząco niższe i kształtowały się na poziomie poniżej 35 zł/MWh. Dopiero jesień 2021 roku przyniosła gwałtowny wzrost ceny średniej gazu ziemnego ponad 211 zł/MWh.

Produkcja energii elektrycznej w Polsce w okresie I–IX 2022 roku

Z danych publikowanych przez Agencję Rynku Energii S.A. (ARE) wynika, że trzech pierwszych kwartałach 2022 roku wyprodukowano w Polsce 132570 GWh energii elektrycznej, podczas gdy w analogicznym okresie 2021 roku było to 130461 GWh. Nieco mniej energii wyprodukowano w konwencjonalnych elektrowniach cieplnych, które odpowiadają za ok. ¾ całości łącznego wytwarzania (dynamika 96,5%) oraz elektrowniach przemysłowych (dynamika 93,6%). Istotny wzrost został odnotowany w segmencie elektrowni wodnych i innych instalacji OZE (dynamika 133,5%).

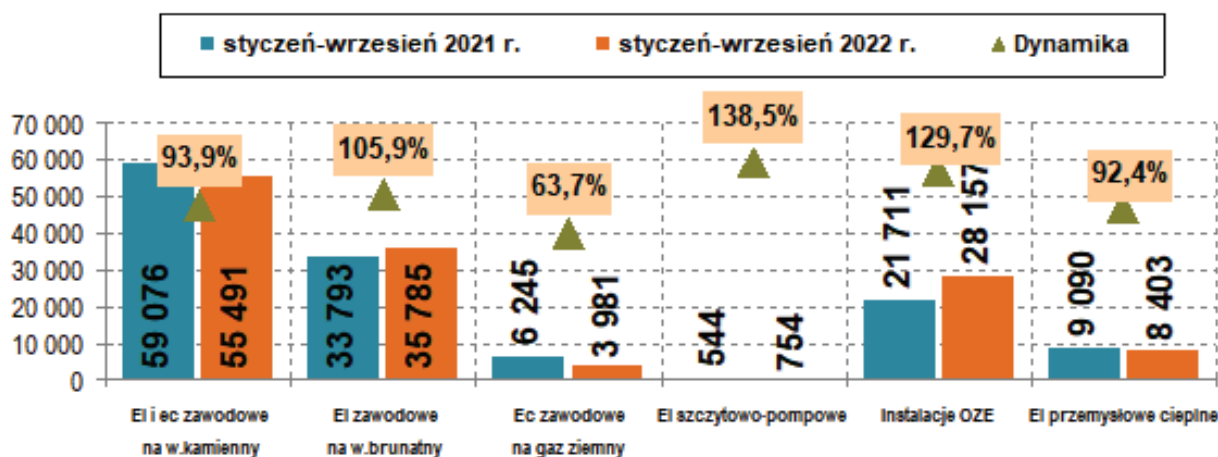
Rysunek 3. Produkcja energii elektrycznej w Polsce w okresie I-IX w latach 2021 i 2022 [GWh]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Agencji Rynku Energii S.A. i Ministerstwa Klimatu i Środowiska.

Charakter zmian, jakie zachodzą w polskiej elektroenergetyce w ostatnich latach, staje się bardziej zrozumiały dzięki analizie danych o wytwarzaniu energii elektrycznej w podziale na wykorzystane paliwa. Dane z pierwszych trzech kwartałów lat 2021 i 2022, które opublikowała ARE, pokazują wyraźnie zwiększoną generację energii elektrycznej z wykorzystaniem odnawialnych źródeł energii oraz elektrowni szczytowo-pompowych. Dynamika osiąga odpowiednio 129,7% i 138,5%.

Rysunek 4. Produkcja energii elektrycznej według paliw w Polsce w okresie I-IX w latach 2021 i 2022 [GWh]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Agencji Rynku Energii S.A. i Ministerstwa Klimatu i Środowiska.

Wyraźnie widoczne jest zmniejszone wykorzystanie gazu ziemnego do wytwarzania energii elektrycznej. Znaczny spadek (dynamika 63,7%) jest oczywiście skutkiem bardzo wysokich cen paliw gazowych na światowych i europejskich rynkach energii. Zmniejszeniu uległo wykorzystanie węgla kamiennego przez elektrownie i elektrociepłownie zawodowe (dynamika 93,9%). Z drugiej jednak strony wzrosła produkcja energii elektrycznej w elektrowniach zawodowych opalanych węglem brunatnym (dynamika 105,9%).

Tabela 5. Struktura zużycia paliw podstawowych w elektroenergetyce zawodowej w Polsce w okresie I-IX w latach 2021–2022 (w %)

Paliwo podstawowe	2021	2022
Węgiel kamienny	57,6	56,5
Węgiel brunatny	31,2	34,0
Paliwa gazowe	6,9	5,4
Biogaz/biomasa	4,2	4,0
Pozostałe paliwa	0,1	0,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Agencji Rynku Energii S.A. i Ministerstwa Klimatu i Środowiska.

Dane zawarte w tabeli 5 pokazują, jaka była struktura zużycia paliw podstawowych w polskiej elektroenergetyce zawodowej pierwszych trzech kwartałach 2021 i 2022 roku. Dominował węgiel kamienny, którego zużycie jednak nieznacznie zmniejszyło się w porównaniu z analogicznym okresem 2021 roku – z 57,6% do 56,5%. Drugie miejsce zajmował węgiel brunatny, którego zużycie w badanym okresie wzrosło z 31,2% do 34,0%. Wyraźnie zmniejszyło się także w tym czasie zużycie gazu ziemnego w zawodowej elektroenergetyce z 6,9% do 5,4%. Na nieznacznie niższym poziomie ukształtowało się wykorzystanie biomasy i biogazu – spadek z 4,2% do 4,0%. Pozostałe paliwa zajmowały w tym zestawieniu tę samą pozycję, tj. 0,1% w trzech pierwszych kwartałach 2021 roku i 2022 roku.

6.3. DZIAŁANIA OSŁONOWE PODJĘTE PRZEZ POLSKIE WŁADZE

Rządowa Tarcza Antyinflacyjna²³⁶ miała na celu złagodzenie negatywnych konsekwencji inflacji, które są mocno odczuwane zarówno przez społeczeństwo, jak i przez gospodarkę narodową. Jej podstawowe elementy to:

- obniżenie stawki VAT na gaz ziemny z 23% do 0% – dzięki temu wzrost cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych ma być o połowę mniejszy, niż byłby bez tej obniżki,
- zniesienie akcyzy i obniżenie stawki VAT na energię elektryczną z 23% na 5% – do najniższego poziomu, który jest dopuszczalny w Unii Europejskiej przy jednoczesnym zwolnieniu z podatku akcyzowego energii elektrycznej zużywanej przez gospodarstwa domowe,
- obniżenie stawki VAT na ciepło do 5% – dotyczy zarówno mieszkań w spółdzielniach mieszkaniowych i wspólnotach, jak i domów jednorodzinnych, które są podłączone do sieci ciepłowniczej,
- obniżenie akcyzy i stawki VAT na paliwa – obniżenie akcyzy nastąpiło od grudnia 2021 roku, a w lutym 2022 roku został obniżony VAT z 23% do 8%,
- obniżenie stawki VAT na żywność do 0% – dotyczyło podstawowych produktów spożywcze, jak mięso i ryby, produkty mleczarskie, a także warzywa i owoce.
- obniżenie stawki VAT na nawozy do 0% – całkowite zniesienie VAT na nawozy do produkcji rolnej ma być wsparciem dla polskich producentów żywności.

Rządowa Tarcza Energetyczna²³⁷ to pakiet rozwiązań, które – w zamyśle władz – miały

pomóc w walce z wysokimi cenami energii i jej nośników. W celu obniżenia końcowych cen energii obywatele, podmioty wrażliwe i przedsiębiorstwa energetyczne mogli skorzystać z dodatków i rekompensat. Rozwiązania osłonowe zostały przygotowane dla gospodarstw domowych, podmiotów wrażliwych, odbiorców ciepła systemowego oraz dla odbiorców paliwa gazowego.

Wsparcie dla gospodarstw domowych jest zróżnicowane w zależności od tego, czy mają one przyłącza do sieci gazowej i ciepłowniczej, czy nie. Z tego względu można mówić o swoistym podziale:

- dla gospodarstw domowych, które są przyłączone do sieci gazowej ceny gazu ziemnego od początku 2022 roku zostały ustalone na poziomie cen zatwierdzonych przez Prezesa URE pod koniec 2021 roku. Ochrona taryfowa została rozszerzona na kluczowe podmioty użyteczności publicznej oraz przedłużona do 2027 roku,
- gospodarstwa domowe, które nie są przyłączone do sieci ciepłowniczej ani gazowej, mogą skorzystać z takich instrumentów, jak dodatek węglowy (w wysokości 3000 zł), dodatek na inne źródła ciepła oraz dodatek do energii elektrycznej,

Dla podmiotów wrażliwych przygotowano wsparcie w postaci dodatku na inne źródła ciepła oraz gwarantowanej ceny energii elektrycznej na 2023 rok. Do grupy podmiotów wrażliwych zaliczono żłobki, szkoły, przychodnie, szpitale, domy pomocy społecznej, ochotnicze straże pożarne, noclegownie i ogrzewalnie, jednostki wspierania rodziny oraz placówki opieki nad osobami z niepełnosprawnościami:

- wszystkim podmiotom wrażliwym, które nie są przyłączone do sieci gazowej i sieci ciepłowniczej dodatek miał zapewnić pokrycie 40% wzrostu kosztów ogrzewania na sezon. Jednak warunkiem jego otrzymania był wpis lub zgłoszenie źródła

²³⁶ <https://www.gov.pl/web/chronimyrodziny/rzadowa-tarcza-antyinflacyjna> [dostęp: 30.11.2022].

²³⁷ <https://www.gov.pl/web/chronimyrodziny/rzadowa-tarcza-energetyczna> [dostęp: 30.11.2022].

ogrzewania do Centralnej Ewidencji Emisyjności Budynków. Wnioski o jednorazowy i wypłacany w ciągu miesiąca dodatek można było złożyć w gminie do końca listopada 2022 roku,

- z kolei gwarantowana cena energii elektrycznej na 2023 ok. w wysokości 785 zł/MWh miała z założenia zapewnić podmiotom wrażliwym ochronę przed wzrostem rachunków za energię elektryczną. Co istotne, jeżeli w kolejnym roku zużycie energii zostanie ograniczone o ponad 10% w porównaniu z 2022 rokiem, to podmiot wrażliwy otrzyma jeszcze 10% obniżkę na rachunku w 2024 roku.

Dla odbiorców ciepła systemowego przygotowano mechanizm średniej ceny wytwarzania z rekompensatą, który dotyczy ciepła dostarczanego z przeznaczeniem na cele mieszkaniowe i użyteczności publicznej. Rekompensaty obejmowały okres od początku października 2022 roku do końca kwietnia 2023 roku.

Obowiązek zastosowania średniej ceny ciepła z rekompensatą, przedsiębiorstwo energetyczne będzie miało wówczas, gdy średnia cena wytwarzania ciepła w źródle przekroczy wartość:

- 150,95 zł/GJ netto dla ciepła wytwarzanego na podstawie gazu ziemnego lub oleju opałowego,
- 103,82 zł/GJ netto dla ciepła wytwarzanego w pozostałych źródłach ciepła.

Gospodarstwa domowe i podmioty wrażliwe jako odbiorcy paliwa gazowego miały być chronione za pomocą mechanizmu rekompensat dla przedsiębiorstw energetycznych będących sprzedawcami gazu. Mechanizm ten ma zagwarantować odbiorcom ciągłość dostaw paliwa gazowego po obniżonych i stałych cenach. W ramach mechanizmu dopłat do taryf na wsparcie odbiorców gazu ziemnego przeznaczono 10 mld zł.

Kolejny instrument to dodatek osłonowy, który został wprowadzony jako wsparcie dla ok. 6,84 mln gospodarstw domowych w Polsce. Ma on pomóc w pokryciu części kosztów energii oraz powiązanych z nimi rosnących cen żywności i usług.

Dodatek osłonowy przysługiwał:

- osobie w jednoosobowym gospodarstwie domowym, której wysokość przeciętnego miesięcznego dochodu nie przekracza 2100 zł;
- osobie w gospodarstwie wieloosobowym, w którym wysokość przeciętnego miesięcznego dochodu nie przekracza 1500 zł na osobę.

Rządowa Tarcza Solidarnościowa²³⁸ miała być ochroną przed gwałtownymi wzrostami cen energii elektrycznej dla ok. 8 mln gospodarstw domowych w Polsce.

W ramach tego rozwiązania przewidywane jest zagwarantowanie stałej ceny dla zużycia rocznego na poziomie:

- 2000 kWh dla gospodarstw domowych;
- 2600 kWh dla osób z niepełnosprawnościami;
- 3000 kWh dla rodzin wielodzietnych (z Kartą Dużej Rodziny) i gospodarstw rolnych.

W praktyce oznacza to, że 2023 roku w gospodarstwach domowych jedynie nadwyżka ponad określone pułapy będzie obciążona wyższymi kosztami, określonymi na poziomie maksymalnym tj. nie wyższym niż 693 zł/MWh.

W okresie od 1 grudnia 2022 roku do końca 2023 roku przygotowane zostało także wsparcie dla przedsiębiorstw, samorządów i podmiotów wrażliwych. Będą mogły z niego skorzystać podmioty użyteczności publicznej, jak szpitale, przychodnie, ośrodki pomocy społecznej, przedszkola, szkoły i uczelnie,

238 <https://www.gov.pl/web/chronimyrodziny/rzadowa-tarcza-solidarnosciowa> [dostęp: 30.11.2022].

6.4. DZIAŁANIA NA RZECZ POPRAWY BEZPIECZEŃSTWA ENERGETYCZNEGO POLSKI

jednostki samorządowe oraz mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa. Dla tych grup podmiotów cena maksymalna ma wynosić 785 zł/MWh. Z szacunków rządowych wynika, że będzie to prowadzić do ograniczenia podwyżek cen energii nawet o 70%. Na tej taryfie miałyby skorzystać aż 97% wszystkich mikro firm oraz nawet kilkadziesiąt tysięcy małych i średnich przedsiębiorstw.

W Tarczy Solidarnościowej umieszczona została także zachęta do oszczędzania energii. Dodatkowe oszczędności w postaci 10% obniżenia rachunku w 2024 roku można uzyskać, jeżeli w 2023 roku zużycie energii zostanie obniżone o ponad 10% w stosunku do 2022 roku.

Z Tarczy Solidarnościowej wynika również obowiązek ograniczenia zużycia energii o co najmniej 10% w obiektach administracji rządowej i samorządowej. Żeby możliwie szybko obniżyć wydatki samorządów na energię elektryczną, rząd przewiduje uruchomienie dodatkowych środków na lokalne inwestycje w energooszczędne oświetlenie ulic i miejsc publicznych.

Jak widać, katalog wprowadzonych przez polski rząd instrumentów, które mają służyć wsparciu w trudnym czasie kryzysu energetycznego (związanego z sytuacją geopolityczną) różnych kategorii podmiotów jest bardzo rozbudowany. Obecnie trudno kompleksowo oceniać skuteczność tych rozwiązań, ale wydaje się, że w znacznym stopniu przyczyniają się one do realizacji celu nakreślonego przez władze, tj. łagodzą trudności i osłabiają napięcia związane ze wzrostem cen energii i jej nośników w Polsce. Wydaje się, że dobrym momentem na dokonanie pełnej oceny efektów tzw. tarcz rządowych będzie koniec drugiego kwartału 2023 roku, ale nie będzie to jeszcze okres, który może wskazać plusek i minusy zastosowanej przez państwo polityki. Wynika to głównie, ale nie jedynie, z faktu,

iż okresowy charakter wsparcia i zapowiedziana już przez rząd rezygnacja z niektórych przynajmniej działań osłonowych będą oznaczały pojawienie się bodźca inflacyjnego, którego siły i czasu oddziaływania nie można obecnie dokładnie przewidzieć. Niewątpliwie zakończenie wsparcia udzielanego w ramach tzw. tarcz rządowych będzie miała wpływ zarówno na poziom życia w wielu polskich gospodarstwach domowych, jak i na sytuację makroekonomiczną w Polsce.

6.4. DZIAŁANIA NA RZECZ POPRAWY BEZPIECZEŃSTWA ENERGETYCZNEGO POLSKI

W dniu 02.02.2021 roku została przyjęta „Polityka energetyczna Polski do 2040 roku” (dalej także PEP 2040), która jest jednym z dziewięciu strategicznych dokumentów opracowywanych w Polsce zgodnie z ustawą z dnia 6 grudnia 2006 roku o zasadach prowadzenia polityki rozwoju (Dz. U. z 2019 r. poz.1295, z późn. zm.). Konieczność opracowania strategii rozwoju polskiej energetyki jest również wymogiem zawartym w przez art. 15a ust. 2 ustawy z dnia 10 kwietnia 1997 roku – Prawo energetyczne.

Warto odnotować, że chociaż przyjęcie PEP 2040 – w stosunku do wymogów ustawowych – opóźniło się o wiele lat, to jednak konsekwentnie były realizowane długookresowe inwestycje i działania służące modernizacji polskiej energetyki i zwiększeniu poziomu bezpieczeństwa energetycznego naszego kraju. To właśnie m.in. dlatego w marcu 2022 roku gdy Gazprom – wbrew postanowieniem tzw. kontraktu jamalskiego – zaprzestał dostaw.

Tabela 6. Podstawowe informacje techniczne o podziemnych magazynach gazu ziemnego (PMG) w Polsce (dane GSP Sp. z o.o. na sezon 2022/23)

Nazwa magazynu	Pojemność czynna		Max moc zatłaczania		Max moc odbioru	
	mln m ³	GWh	mln m ³ na dobę	GWh na dobę	mln m ³ na dobę	GWh na dobę
KPMG Mogilno	580,92	6 471,4	9,60	106,9	18,00	200,5
KPMG Kosakowo	299,7	3 341,7	2,40	26,8	9,60	107,0
PMG Brzeźnica	100,0	1 126,0	1,44	16,2	1,44	16,1
PMG Husów	500,0	5 650,0	4,15	46,7	5,76	64,6
PMG Strachocina	360,0	4 078,8	2,64	29,7	3,36	37,9
PMG Swarzędów	90,0	1 013,4	1,00	11,2	0,93	10,4
PMG Wierzchowice	1 300,0	14 729,0	9,60	107,5	14,40	158,4
suma	3 230,62	36 410,3	30,83	345,0	53,49	594,9

Źródło: <https://ipi.gasstoragepoland.pl/pl/menu/transparency-template/?page=dane-operacyjne/dane-operacyjne/> [dostęp: 4.12.2022].

W Polsce nie zabrakło błękitnego paliwa. Przykładami inwestycji, które pokazują ciągłość oraz konsekwentną realizację celów nakreślonych w poprzednich dokumentach strategicznych dla polskiej energetyki są: budowa terminala regazyfikacyjnego LNG w Świnoujściu, uruchomienie gazociągu Baltic Pipe czy rozbudowa podziemnych magazynów gazu ziemnego (PMG), która umożliwiła zwiększenie ich pojemności czynnych do 3,2 mld m³.

W przypadku takich inwestycji jak terminal regazyfikacyjny w LNG czy gazociąg Baltic Pipe ich wpływ na bezpieczeństwo energetyczne Polski w segmencie zaopatrzenia w gaz ziemny jest dość oczywisty. Terminal umożliwia sprowadzenie drogą morską płynnego gazu ziemnego (LNG) z dowolnego miejsca na świecie, gdzie jest on produkowany. Jest obecnie 5 mld m³ błękitnego paliwa (po regazyfikacji), co odpowiada ok. 25% rocznego popytu polskiej gospodarki. Z kolei Baltic Pipe to częściowo podmorski gazociąg łączący nasz system gazowy z systemami gazowymi państw skandynawskich i umożliwiający sprowadzanie do Polski rocznie do 10 mld m³ błękitnego

paliwa wydobywanego ze złóż na szelfie norweskim. Mniej znane są jednak zasady działania i funkcje podziemnych magazynów gazu ziemnego. Są to instalacje, które pozwalają utrzymywać duże zapasy błękitnego paliwa i tym samym mają ogromne znaczenie dla bezpieczeństwa energetycznego państwa.

Popyt na gaz ziemny w naszym klimacie jest w znacznym stopniu uzależniony od warunków pogodowych – rośnie w miesiącach jesienno-zimowych i maleje w okresie wiosenno-letnim. PMG umożliwiają akumulowanie występujących okresowo nadwyżek błękitnego paliwa i dostarczanie ich do systemu gazowego wtedy, gdy zapotrzebowanie zwiększa się. Instalacje PMG pełnią istotną rolę w zapewnieniu bezpieczeństwa energetycznego Polski, dzięki możliwości utrzymywania zapasów obowiązkowych i handlowych gazu ziemnego. Na długo przed rosyjską agresją na terytorium ukraińskie występowały okresowe zagrożenia brakiem dostaw importowanego gazu z powodu politycznych i ekonomicznych sporów między Rosją i Ukrainą. System PMG zwiększa zatem niezależność energetyczną Polski,

6.4. DZIAŁANIA NA RZECZ POPRAWY BEZPIECZEŃSTWA ENERGETYCZNEGO POLSKI

umożliwiając utrzymywanie strategicznych zapasów gazu ziemnego i pokrywając podwyższony okresowo popyt²³⁹.

Kierunki działań na rzecz bezpieczeństwa energetycznego Polski zostały także wyraźnie nakreślone w 2017 roku w Strategii Odpowiedzialnego Rozwoju (SOR). W odniesieniu do obszaru gazu ziemnego została wskazana konieczność modernizacji i rozbudowy gazowych systemów przesyłowych, w tym podziemnych magazynów gazu (PMG), terminala LNG, a także połączeń międzysystemowych, tj. z systemami gazowymi innych państw, przede wszystkim należących do UE. Zgodnie z SOR są zapisy zawarte obecnie w PEP 2040 – jednym z jej priorytetów jest poprawa bezpieczeństwa w zakresie zaopatrzenia Polski w błękitne paliwo²⁴⁰. Ten cel ma być osiągnięty dzięki rozbudowie terminala regazyfikacyjnego LNG w Świnoujściu (do 7,5 mld m³ rocznej przepustowości) oraz budowie pływającego terminala LNG/CNG na Zatoce Gdańskiej. Kontynuowana ma być modernizacja i rozbudowa gazociągów przesyłowych, rozbudowa połączeń międzysystemowych (m.in. Baltic Pipe) oraz budowa i rozbudowa PMG.

Dane zawarte w tabeli 7 pokazują jak ma się zmienić do 2040 roku struktura wytwarzania energii elektrycznej w Polsce. Udział węgla ma się zmniejszyć do 11%, podczas gdy w 2020 roku było to jeszcze 72%. Z 9,5% do 30% wzrosnąć ma udział energii elektrycznej wytwarzanej na farmach wiatrowych na lądzie i na morzu. Przyjęto zostało również założenie, że w 2040 roku 16% energii elektrycznej będzie pochodziło z polskich siłowni jądrowych. Z dzisiejszej perspektywy należy zauważyć, że wątpliwy jest wzrost udziału gazu ziemnego aż do 33% w przyszłej strukturze wytwarzania.

Tabela 7. Struktura generacji energii elektrycznej w Polsce w 2020 i 2040 roku (%)

Źródło	2020	2040
Węgiel (różne rodzaje)	72,0	11,0
Wiatr	9,5	30,0
Gaz ziemny	9,0	33,0
Atom	-	16,0
Pozostałe	9,5	10,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych PEP 2040.

Zmiany w strukturze wytwarzania energii elektrycznej nakreślone w PEP 2040 współgrają z zapisami SOR w odniesieniu do elektroenergetyki. W dokumencie z 2017 roku wskazano na konieczność modernizacji i rozbudowy elektroenergetycznych systemów przesyłowych, w tym także połączeń międzysystemowych (głównie z krajami Unii Europejskiej). Jeśli chodzi o sferę generowania energii elektrycznej, to w SOR wymieniono budowę pierwszych elektrowni atomowych w Polsce, farm wiatrowych na morzu oraz inwestycje w OZE, ze wskazaniem na geotermię i hydroenergetykę.

W PEP 2040 zostały wskazane sieci elektroenergetyczne jako podstawa tworzenia inteligentnych sieci energetycznych. Musi być to powiązane z rozwojem energetyki rozproszonej opartej na wytwarzaniu energii z OZE. W dokumencie tym zaznaczono również, że konieczne jest włączenie do systemu energetycznego podmiotów indywidualnych – aktywnych odbiorców²⁴¹ (programy DSR) oraz prosumentów energii odnawialnej. Przewidywane jest także włączenie społeczności energetycznych powstających w ramach klastrów energii, a także w spółdzielniach energetycznych. PEP 2040 przewiduje zwiększenie do 300 obszarów zrównoważonych

²³⁹ <https://ipi.gasstoragepoland.pl/pl/menu/wiedza/#dla-czego-magazynujemy-gaz> [dostęp: 8.12.2022].

²⁴⁰ PEP 2040, s. 86.

²⁴¹ Programy DSR (*Demand Side Response*) – dobrowolne ograniczanie popytu na energię elektryczną w szczytach poboru (popytu); rozwiązanie jest możliwe do urzeczywistnienia dzięki wprowadzeniu na szeroką skalę do gospodarki, a także do sektora energetycznego, rozwiązań informatycznych (ITC).

energetycznie na poziomie lokalnym do 2030 roku²⁴². Jak widać, projektowane działania pozostają w zgodzie z fundamentalnymi założeniami *Polityki energetycznej Polski do 2040 roku* (tzw. filary dokumentu), którymi są: sprawiedliwa transformacja, zeroemisyjny system energetyczny oraz dobra jakość powietrza.

Warto przyjrzeć się bliżej wybranym elementom PEP 2040 w odniesieniu do elektroenergetyki. Obszarem, który do tej pory w ogóle nie był zagospodarowany, jest morska energetyka wiatrowa. Strategia przewiduje, że moc zainstalowana w tym segmencie ma osiągnąć ok. 5,9 GW w 2030 roku i 11 GW w 2040 roku. W ostatnich kilku latach dużym zainteresowaniem inwestorów branżowych i prosumentów cieszyła się fotowoltaika. Przyrost mocy zainstalowanych w fotowoltaice – zgodnie z PEP 2040 – ma osiągnąć ok. 5–7 GW w 2030 roku oraz 10–16 GW w 2040 roku. W 2030 roku OZE mają zaspokajać co najmniej 23% łącznego zapotrzebowania na energię w polskiej gospodarce. W odnawialnych źródłach – głównie dzięki energetyce wiatrowej i fotowoltaice – ma powstawać nie mniej niż 32% energii elektrycznej. Ciepłownictwo w 2030 roku ma korzystać w 28% z energii z OZE, a w transporcie ma to być 14% – przede wszystkim za sprawą rozwoju elektromobilności.

Jeśli chodzi o realizację wyznaczonych celów, to w PEP zostały przyjęte wskaźniki, które umożliwią ocenę osiągniętych efektów. W 2030 roku udział węgla w wytwarzaniu energii elektrycznej nie powinien przekraczać 56%. Założono również co najmniej 23% udziału OZE w końcowym zużyciu energii brutto w końcu bieżącej dekady. Bardzo ważnym zadaniem dla gospodarki i społeczeństwa jest wdrożenie energetyki atomowej w Polsce. Budowa elektrowni jądrowych o mocy 6–9 GW znacząco wpłynie na poprawę bezpieczeństwa energetycznego naszego kraju. Zgodnie z PEP

2040 pierwsze bloki jądrowe mają rozpocząć działalność w 2033 roku. Zmiany w polskiej energetyce mają doprowadzić w 2030 roku do ograniczenia emisji GHG o 30% w stosunku do 1990 roku oraz do zmniejszenia zużycia energii pierwotnej o 23% w porównaniu do prognoz PRIMES z 2007 roku. Ubóstwo energetyczne ma zostać zredukowane do poziomu nie więcej niż 6% gospodarstw domowych.

Ze względu na strategiczne znaczenie rozwoju energetyki atomowej dla Polski, w PEP 2040 został sformułowany Cel szczegółowy nr 5 – Wdrożenie energetyki jądrowej. Pierwszy blok jądrowy o mocy 1–1,6 GW ma być uruchomiony w 2033 roku, kolejne zaś będą włączane co 2–3 lata. Cały program zakłada budowę 6 bloków do 2043 roku. Terminy te wynikają z przewidywanych ubytków mocy w krajowym systemie energetycznym i z prognozowanego wzrostu popytu na energię elektryczną. Elektrownie atomowe zapewnią stabilność wytwarzania energii bez emisji zanieczyszczeń powietrza. Ponadto, dzięki tej technologii – pierwsze bloki będą wyposażone w reaktory AP 1000 oferowane przez Westinghouse i Bechtel – nastąpi dywersyfikacja struktury wytwarzania energii w Polsce.

Rosnące od 2021 roku ceny surowców energetycznych i energii w różnych jej postaciach miały ogromny wpływ na sytuację makroekonomiczną na świecie i w Polsce. Zmiany te odczuły, w większym lub mniejszym stopniu, właściwie wszystkie państwa i społeczeństwa. Wzrost cen energii doprowadził do nasilenia procesów inflacyjnych i do spowolnienia gospodarczego. Jednocześnie należy się spodziewać wyższych oczekiwań w obszarze bezpieczeństwa energetycznego

Odpowiedzi na pytanie o przyszłość polskiej energetyki i o politykę, która zapewni odpowiedni poziom bezpieczeństwa energetycznego, należy udzielić, biorąc pod uwagę najpierw perspektywę krótkoterminową, następnie zaś średnio- i długookresową.

242 PEP 2040, s. 85.

Perspektywa krótkoterminowa

Perspektywa krótkoterminowa wymaga podjęcia działań, które pozwolą polskiemu społeczeństwu i gospodarce narodowej przetrwać nadchodzący trudny ekonomicznie czas w roku 2023 a także 2024. Priorytetem dla polskich władz powinno być (i jest) zapewnienie ciepła i energii obiektom użyteczności publicznej (zwłaszcza szpitalom, przychodniom i placówkom oświatowym), gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom. Jednocześnie wyzwaniem są szybko rosnące ceny gazu ziemnego, energii elektrycznej i ciepła. Toteż działania osłonowe podjęte przez władze – jak wprowadzenie tarczy antyinflacyjnej z obniżonymi podatkami, import węgla dla gospodarstw domowych oraz zamrożenie cen gazu ziemnego – choć wydają się spełniać swój cel, są względnie skuteczne.

Niezależnie bowiem od kwestii organizacyjnych związanych z odpowiedzialnością za dystrybucję węgla na potrzeby grzewcze gospodarstw domowych, pozostają dwa poważne zagadnienia, które dotyczą stabilności makroekonomicznej i polityki energetycznej. Po pierwsze, należy spodziewać się zwiększenia dynamiki inflacji po zaprzestaniu działań osłonowych i odblokowaniu mechanizmów rynkowych, które zostały zahamowane narzędziami administracyjnymi. Po drugie, wymuszony powrót do węgla w polskiej energetyce oznacza regres w prowadzonych z dużym wysiłkiem działaniach na rzecz ochrony środowiska i szerszego wykorzystania w Polsce odnawialnych źródeł energii. To zaś jest kwestia, która wymaga zasadniczych, strategicznych rozstrzygnięć, które należy podejmować z myślą o perspektywie średnio- i długoterminowej.

Perspektywa długoterminowa

Odpowiedzi na pytania zasadnicze dla polskiej energetyki i zarazem dla stabilności makroekonomicznej należy szukać w dokumentach

strategicznych takich, jak „Polityka energetyczna Polski do 2040”, „Polityka ekologiczna państwa 2030” czy „Polityka surowcowa państwa do 2050 roku”. Ze względu na wojnę w Ukrainie i zmiany sytuacji geopolitycznej dokonana w połowie roku aktualizacja PEP 2040 była koniecznością. Położenie akcentów na poprawę bezpieczeństwa energetycznego naszego kraju i na suwerenność energetyczną jest ważne, ale nie zamyka listy pytań, na które musimy udzielić odpowiedzi, zwłaszcza dotyczących działań w dłuższym okresie.

Jednym z takich pytań jest rola gazu ziemnego w polskiej gospodarce i w energetyce. Opisana w PEP 2040 idea transformacji energetycznej z wykorzystaniem błękitnego paliwa jako surowca przejściowego – bardziej przyjaznego dla środowiska naturalnego niż węgiel i ropa naftowa – z początkiem tego roku stała się już właściwie nieaktualna. Należy wobec tego zdecydować, czym (jakim surowcem) i w jakim zakresie, można zastąpić gaz ziemny. Być może należy rozwinąć możliwości w zakresie produkcji biometanu na potrzeby polskiej gospodarki.

Bardzo ważna jest kwestia zwiększenia udziału OZE w miksie energii pierwotnej i elektrycznej. W ostatnich latach w Polsce rozwijała się intensywnie fotowoltaika, natomiast energetyka wiatrowa przeżywała stagnację. Podstawowe przeszkody to tzw. ustawa „wysokościowa” (zasada 10H), która właściwie uniemożliwia budowę nowych farm wiatrowych w naszym kraju oraz przeciągający się proces przygotowywania inwestycji związanych z budową morskich farm wiatrowych. Można także postawić zasadne pytanie o rozwój geotermii w Polsce.

Uzgodnienia z 2021 roku dokonane przez rząd z górnictwami związkami zawodowymi z jednej strony i z Komisją Europejską z drugiej przewidują, że polskie kopalnie zostaną zamknięte w 2049 roku. Jest to decyzja podjęta pod wpływem unijnej polityki energetyczno-klimatycznej, Zielonego Ładu i pakietu Fit-for-55. Należy jednak pamiętać, że obecnie – jak również w najbliższej dekadzie – to bloki węglowe będą

stabilizować polski system elektroenergetyczny. To z węgla będzie produkowana energia wówczas, gdy nie będzie energii z OZE. Ta sytuacja zacznie się zmieniać dopiero wraz z powstaniem bloków pierwszej polskiej elektrowni atomowej. Zgodnie z zapisami w PEP 2040 to nastąpić może najwcześniej w 2033 roku, przy czym już dziś ta data wydaje się mało prawdopodobna. Zapewne pierwszy blok jądrowy rozpocznie pracę jednak kilka lat później, tj. ok. 2036 roku.

Wśród kwestii, które wymagają rozstrzygnięcia – ewentualnie realizacji zgodnej z wcześniejszymi deklaracjami – znajdują się jeszcze inwestycje związane z podwyższeniem bezpieczeństwa energetycznego w zakresie zaopatrzenia w gaz ziemny. Budowa drugiego terminala regazyfikacyjnego na Zatoce Gdańskiej została już kierunkowo zatwierdzona przez rząd. Potrzebne będzie jednak dokładne określenie wymagań technicznych w zakresie przepustowości jednostki FSRU, która ma być zakotwiczona na wodach zatoki. Kolejnym wyzwaniem jest rozbudowa pojemności czynnych w istniejących podziemnych magazynach gazu ziemnego, ewentualnie budowa nowych obiektów. Należy także poważnie wziąć pod uwagę możliwości wytwarzania biometanu z dostępnych w kraju surowców. Inwestycje w tym zakresie byłyby bodźcem rozwojowym zarówno dla rolnictwa, jak i dla przemysłu. Ich skutkiem byłaby możliwość zastąpienia sporej części importowanego gazu ziemnego biometanem krajowej produkcji.

Niezależnie od planów budowy dużych bloków w nowych elektrowniach atomowych, należy także stworzyć możliwości inwestowania przez wiodące podmioty sektora energetycznego, jak ORLEN, KGHM czy PAK, w technologię SMR – małych reaktorów jądrowych, które wytwarzałyby energię przede wszystkim na potrzeby konkretnych zakładów przemysłowych, a ewentualne nadwyżki mogłyby przekazywać do krajowego systemu elektroenergetycznego. W ten sposób dochodzimy do bardzo ważnej kwestii, jaką jest w Polsce modernizacja

istniejących i budowa nowych odcinków sieci elektroenergetycznych. Jedną z barier rozwoju OZE są ograniczone możliwości (albo ich brak) podłączenia nowych obiektów do KSE. Dlatego do zapewnienia odbiorcom stabilnych dostaw energii elektrycznej, która będzie wytwarzana w przyszłości w bardzo zróżnicowanych źródłach, potrzebne będą odpowiednio zmodernizowane i rozbudowane sieci elektroenergetyczne – przesyłowe i dystrybucyjne.

Patrząc w dłuższej perspektywie na transformację polskiej energetyki, nie można zapominać o źródłach finansowania inwestycji, a także o zwiększonym popycie na określone surowce, np. metale ziem rzadkich (np. lit) niezbędne do rozwoju elektromobilności. O ile budowa elektrowni atomowej w Polsce nie będzie możliwa bez wsparcia z budżetu państwa, o tyle inwestycje w segmencie SMR będą finansowane ze środków prywatnych, tj. przedsiębiorstw, które będą później korzystać z tych obiektów. Podobnie można oczekiwać, że budowa nowych farm fotowoltaicznych czy wiatrowych na lądzie i morzu będzie finansowana przez podmioty sektora prywatnego.

Modernizacja sieci przesyłowych gazowych i elektroenergetycznych pozostanie natomiast domeną państwowych spółek akcyjnych, które pełnią rolę operatorów systemów przesyłowych. Należy także pamiętać, że w dominujących w polskiej energetyce przedsiębiorstwach będących spółkami publicznymi, poważnym akcjonariuszem nadal pozostaje Skarb Państwa.

Do realizacji strategicznych projektów w polskiej energetyce będzie konieczne pozyskanie finansowania z różnych funduszy Unii Europejskiej. W związku z tym należy brać pod uwagę unijną Taksonomię, z której będzie de facto wynikała możliwość wsparcia finansowego określonych rodzajów energetycznych inwestycji. Sposób finansowania niezbędnych inwestycji w polskiej energetyce będzie miał zatem także przełożenie na budżet państwa i szerzej, na sektor finansów publicznych, których równowaga jest czynnikiem makroekonomicznej stabilizacji.

ROZDZIAŁ VII

WNIOSKI Z BADANIA FORESIGHT



Wstępna diagnoza zagadnienia istoty stabilności makroekonomicznej w kontekście dynamicznych zmian w gospodarce światowej, a także w relacjach geopolitycznych, została przeprowadzona w oparciu o badanie metodą *foresight*²⁴³, która polega na dalekowzrocznym ujęciu predykcyjnym, polegającym na metodycznej analizie sytuacji zastanej wraz z zarysowaniem scenariusza rozwoju wydarzeń w badanych obszarach przy wykorzystaniu wiedzy eksperckiej i dla osiągnięcia celów założonych w badaniu²⁴⁴. Wspomniane narzędzie badawcze, według Milesa i Keenana, jest systematycznym, opartym na uczestnictwie różnych grup specjalistów procesem budowania średnio- i długoterminowej wizji przyszłości, skierowanym na dzisiejsze decyzje i mobilizowanie do wspólnych działań²⁴⁵. Celami przeprowadzonego badania jest identyfikacja roli stabilności makroekonomicznej dla wzrostu

gospodarczego oraz wstępne określenie ryzyk, mogących zakłócić stabilność makroekonomiczną w Polsce.

Aby ustalić poziom wiedzy na temat wspomnianej stabilności, oprócz opisu obszarów składających się na wiodące cechy makroekonomiczne dające fundamenty trwałości wzrostu ekonomicznego, zostały zgromadzone i opracowane dane w oparciu o przeprowadzone badanie. Sformułowane również zostały rekomendacje dla działań korekcyjnych w zakresie opracowania właściwej polityki pozwalającej na podniesienie poziomu stabilności makroekonomicznej. Osiągnięte rezultaty pochodzące z badań *foresight* umożliwiają podjęcie prac nad stworzeniem regulacji prawnych mogących wprowadzać właściwe zmiany w działaniu np. podmiotów gospodarczych, przy zwiększeniu lub zachowaniu korzyści państwa.

W prezentowanym opracowaniu zestawiono oceny ekspertów (zebrane metodą wywiadów ankietowych w ramach badania *foresight*²⁴⁶) w sześciu obszarach badawczych

243 Zob. E. Ropuszyńska-Surma, *Metody foresightowe w zarządzaniu. Klasyfikacja metod i wybór metodyki*, „Ekonometria” 2014, nr 4(46), s. 121–134.

244 Por. W. Adamczyk, *Narodowy Program Foresight „Polska 2020”*, „Problemy Ekologii” 2009, nr 13(3), s. 113–117.

245 I. Miles, M. Keenan, *Practical Guide to Regional Foresight in the UK*, European Commission, Luxembourg 2002, s. 5.

246 Skorzystano z metod heurystycznych wpisujących się w podejście Delphi, wykorzystywane w prognozowaniu długoterminowym, polegających na ankietowaniu

mających wpływ na stabilność makroekonomiczną gospodarki, tj. dynamice wzrostu produktu krajowego brutto, stopy bezrobocia, stopy inflacji, relacji deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto, relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto oraz bezpieczeństwa energetycznego. Kryterium doboru uczestników badania było wieloaspektowe i obejmowało takie czynniki jak: rozległa wiedza teoretyczna na temat stanowiący tematykę badania, bogate i zróżnicowane doświadczenie praktyczne w zakresie badanych obszarów oraz niezależność we wnioskowaniu. Każdy z sześciu ekspertów biorących udział w badaniu był zobowiązany do udzielenia odpowiedzi na 8 pytań w ramach wybranych kryteriów.

Zadaniem ekspertów była ocena poszczególnych wyspecyfikowanych obszarów w ramach prowadzonego badania w postaci określenia efektu możliwego do osiągnięcia poprzez prowadzenie skutecznej polityki gospodarczej, będącego elementem stabilności makroekonomicznej. Informacje zebrane metodą *foresight* zostały poddane przekształceniom o charakterze statystycznym, polegającym na obliczeniu wskaźnika o charakterze ilościowym dla dokonanych ocen. Rezultat ten stanowi swego rodzaju wizję, będącą konsensem uczestników badania w obszarze znaczenia bądź też roli poszczególnych kryteriów w osiągnięciu stabilności makroekonomicznej.

Na wykresie 22 zaprezentowano otrzymane rezultaty badania mieszczące się w ośmiu kategoriach, łączących w sobie sześć wcześniej zdefiniowanych obszarów eksperckich.

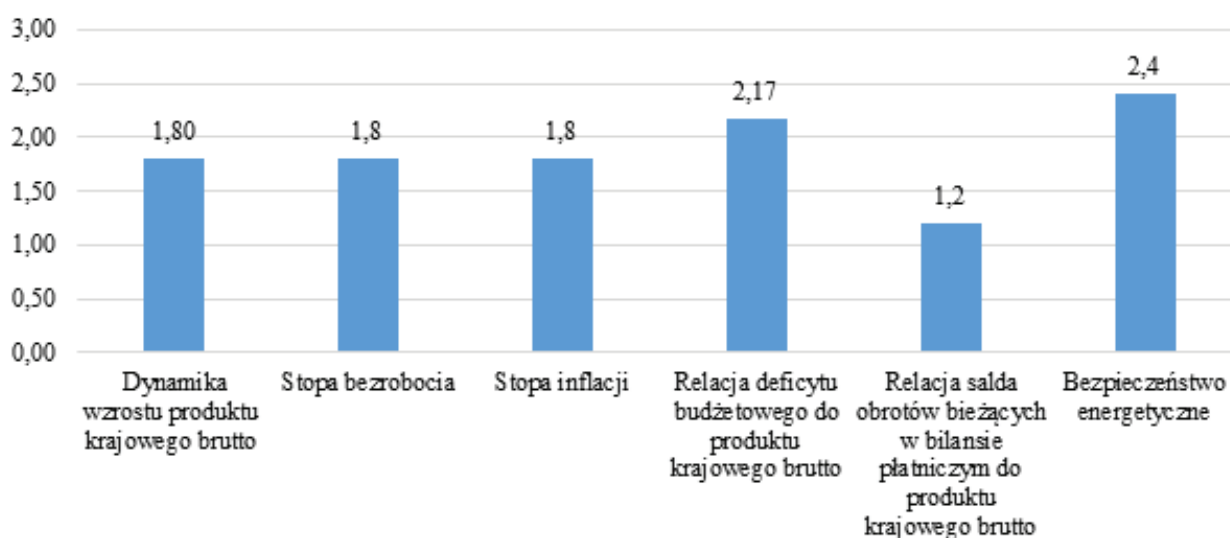
pracujących niezależnie od siebie ekspertów. Metoda delficka opiera się na przeświadczeniu, że prognozy wykonane przez grupę osób, szczególnie ekspertów, charakteryzuje wyższa trafność niż prognozy indywidualnych osób (por. K. Piech, „Tradycyjne” metody heurystyczne: przegląd i zastosowania, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” 2003, nr 40, s. 91–101).

Wykres 22 ilustruje znaczenie następujących obszarów: dynamiki wzrostu produktu krajowego brutto, stopy bezrobocia, stopy inflacji, relacji deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto, relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto oraz bezpieczeństwa energetycznego, dla prowadzonej polityki gospodarczej państwa.

W ocenie ekspertów, największe znaczenie dla prowadzonej polityki gospodarczej w kontekście stabilności makroekonomicznej w obecnych warunkach ekonomicznych ma bezpieczeństwo energetyczne. Znaczenie to można określić jako znaczące oddziaływanie. Należy podkreślić, że bezpieczeństwo energetyczne jest czynnikiem kluczowym dla każdej gospodarki, w szczególności w okresie zawirowań cenowych i podażowych na globalnym rynku energii i surowców. Niemniej jednak w obecnych warunkach geopolitycznych, a w szczególności w kryzysie spowodowanym wojną w Ukrainie, wpływ ten należy uznać za wymuszony i dość chaotyczny. Rząd stosuje narzędzia mitygujące materializację ryzyk zaistniałych w wyniku wspomnianego konfliktu przede wszystkim poprzez zawieranie umów z rządami innych państw oraz zagranicznymi dostawcami branżowymi, zachowując przy tym gwarancję ciągłości podaży paliw i surowców. Trudne natomiast z perspektywy ekonomicznej jest zarządzanie wahaniami cen na globalnych rynkach energii i surowców. Częściowo zapobiega się przeniesieniu wyższych kosztów energii na gospodarstwa domowe poprzez usztywnienie cen, natomiast brak narzędzi, aby uniknąć presji inflacyjnej w związku ze wzrostem cen energii i surowców.

Drugim z czynników mających największe znaczenie dla prowadzenia skutecznej polityki gospodarczej jest relacja deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto. Eksperti wyraźnie wskazali jego znaczenie jako duże z perspektywy skuteczności prowadzenia polityki gospodarczej w długim okresie.

Wykres 22. Znaczenie wybranych kategorii gospodarczych dla prowadzonej polityki gospodarczej



Uwaga: Skala punktowa przyjmuje wartości oznaczające odpowiednio: mały wpływ (0), średni wpływ (1), duży wpływ (2) oraz bardzo duży wpływ (3).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badania *foresight*.

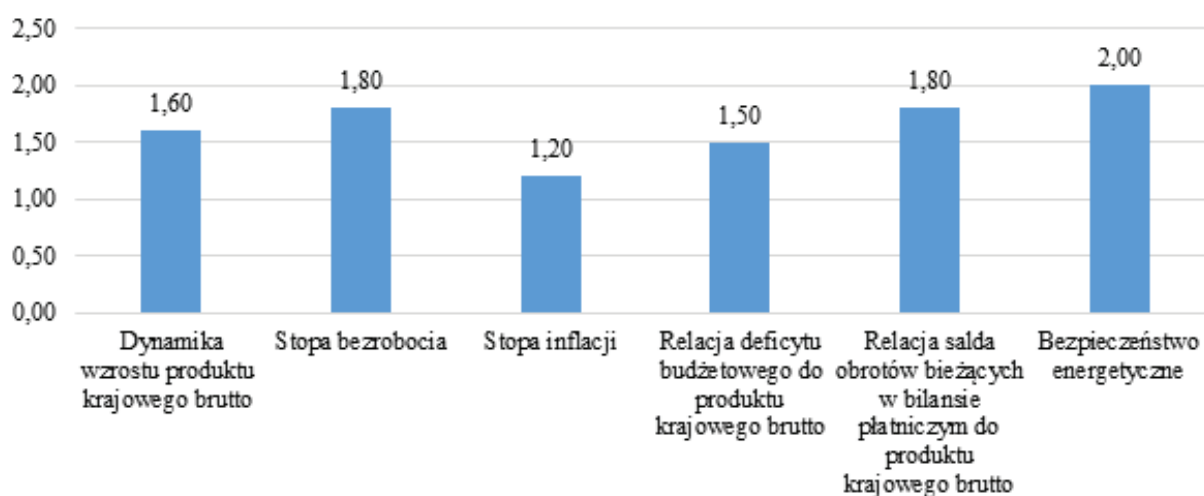
Wykorzystywanie deficytu budżetowego do pobudzania gospodarczego jest zasadne, jeżeli środki budżetowe będą pracowały w gospodarce i dawały impulsy rozwojowe. Istnieje jednocześnie ryzyko, że w przypadku głębokich zawirowań gospodarczych wysokie wydatki przy ograniczonych dochodach mogą doprowadzić do kryzysu finansów publicznych. Należy zatem ostrożnie korzystać z deficytu budżetowego, w szczególności w czasie dużej niepewności. W ostatnich latach obserwuje się wypychanie wydatków poza budżet państwa, co znacznie utrudnia ich bieżące monitorowanie i kontrolę.

Pozostałe czynniki (za wyjątkiem relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto), w tym dynamikę wzrostu produktu krajowego brutto, stopę bezrobocia czy choćby stopę inflacji,

ekspertów ocenili jako podobnie istotne. Kategorie te mają relatywnie duży wpływ na prowadzoną politykę gospodarczą, Natomiast relacja salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto – średni.

Drugi analizowany w badaniu obszar dotyczył szans prowadzenia skutecznej polityki gospodarczej, której efekt mógłby przekładać się na jeden z omawianych obszarów stabilności makroekonomicznej. Na wykresie 23 zestawiono oceny ekspertów w odniesieniu do trwałych poziomów: wzrostu gospodarczego, niskiego bezrobocia, pożądanej stopy inflacji, pożądanej relacji deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto, pożądanej relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto oraz bezpieczeństwa energetycznego.

Wykres 23. Znaczenie wybranych kategorii gospodarczych jako szans prowadzenia skutecznej polityki gospodarczej



Uwaga: Skala punktowa przyjmuje wartości oznaczające odpowiednio: brak (0), małe (1), umiarkowane (2) oraz bardzo duże (3).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badania foresight.

Jak wynika z prezentowanych danych, szanse na osiągnięcie trwałego odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa energetycznego dzięki prowadzeniu skutecznej polityki gospodarczej są umiarkowane. Należy przy tym pamiętać, że ocena ta jest pochodną realizacji wielu, często konkurencyjnych koncepcji alokacyjnych, logistycznych i finansowych. Wybuch wojny w Ukrainie i jej następstwa spowodowały redefinicję polityki energetycznej UE i odchodzenie od zależności paliwowo gazowych z Rosją. Szanse na skuteczną politykę w tym obszarze powinny być wzmacniane poprzez traktowanie jej nadrzędnego celu, osiąganego ponad politycznymi podziałami. Niemalże równe znacznie dla szans prowadzenia skutecznej polityki gospodarczej mają pożądana stopa bezrobocia i trwały korzystny poziom relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto (1,8).

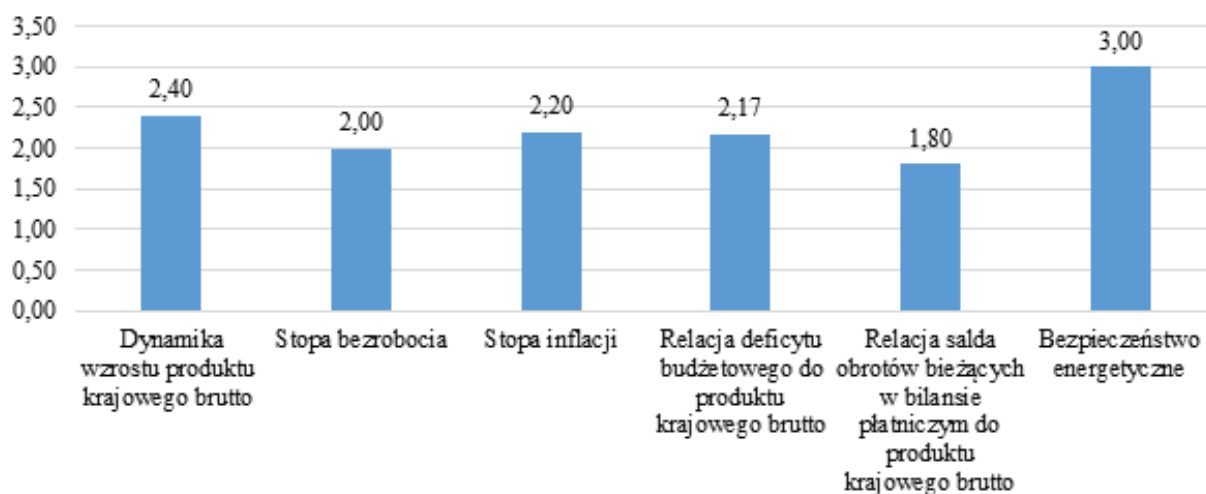
Skuteczna polityka gospodarcza może przekładać się na niski poziom bezrobocia poprzez stosowanie celowych instrumentów, w szczególności wspierania działalności firm,

w okresach nagłych kryzysów pozaekonomicznych²⁴⁷. Przykładem jest wdrożenie tarcz finansowych i zwolnienia z danin wobec firm w czasie trwania pandemii (2020–2021). W obecnym otoczeniu szanse prowadzenia skutecznej polityki gospodarczej, czyli umyślnego oddziaływania instytucji oraz władz państwowych na gospodarkę narodową, a także na jej funkcjonowanie, stosunki ekonomiczne w państwie, dynamikę i strukturę mogą mieć głównie charakter polityki krótkoterminowej. Należy jednocześnie podkreślić, że zjawiskiem naturalnym gospodarek znajdujących się na ścieżce przyspieszonego rozwoju, takich jak Polska, są deficyty obrotów bieżących. Deficyt jest jednocześnie przejawem międzynarodowej wiarygodności kredytowej polskiej gospodarki. Rząd ma ograniczone narzędzia do realizacji

²⁴⁷ Por. P. Komorowski, *Stabilność sektora bankowego a zagrożenie skutkami bańki spekulacyjnej*, [w:] *Ekonomia, nauki o zarządzaniu, finanse i nauki prawne wobec światowych przemian kulturowych, społecznych, gospodarczych i politycznych*, red. J. Bartkowiak, J. Ostaszewski, OW SGH, Warszawa 2011, s. 409–422.

tego celu, głównie poprzez wpływ na kształtowanie parametrów makroekonomicznych przy tworzeniu budżetu. W związku z powyższymi argumentami, bezpieczny poziom deficytu obrotów bieżących jest trudny do oszacowania. Można zaryzykować stwierdzenie, że jest zadaniem praktycznie niemożliwym z uwagi na złożoność procesów gospodarczych. Wspomniana polityka gospodarcza ma najmniejszy wpływ na pożądaną stopę inflacji, utrzymującą się w dłuższym terminie. Ocena ta jest wynikiem dostrzegania dużych, sprzecznych działań polityki przeciwdziałania bezrobociu, wysokiego poziomu wydatków publicznych, transferów socjalnych, a także w stosunku do realizowanej polityki monetarnej.

Wykres 24. Znaczenie obszarów stabilności makroekonomicznej dla potencjalnych efektów dla krajowej gospodarki



Uwaga: Skala punktowa przyjmuje wartości oznaczające odpowiednio: negatywne (-1), umiarkowane (2) oraz bardzo duże (4).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badania foresight.

Trzeci obszar oceny obejmował wpływ oczekiwanych poziomów czynników stabilności makroekonomicznej na efekty dla krajowej gospodarki. Na wykresie 24 zobrazowano wskaźniki ilościowe określające wpływ tych czynników na osiągnięcie efektów gospodarczych. W opinii ekspertów, największe znaczenie miał

oczekiwany poziom bezpieczeństwa energetycznego – można go określić na relatywnie wysokim poziomie, który przesądza o funkcjonowaniu gospodarki, ale też i rozwoju. Oczekiwania, jak również przesłanki do autonomicznej pozycji kraju i spółek energetycznych w relacjach z kontrahentami zewnętrznym, są w obecnych warunkach otoczenia zewnętrznego dyktowane kmożliwościami przetrwania gospodarki i społeczeństwa. Pozostałe kategorie, w tym tradycyjne mierniki makroekonomiczne, takie jak poziom inflacji czy choćby stopa bezrobocia, są oceniane na względnie podobnym poziomie (1,8–2,4). Należy jednak zaznaczyć, że poziom oczekiwanej inflacji, która ma zmierzać do poziomów optymalnych, ma znaczny wpływ na procesy gospodarcze. Oczekiwania te działają

stabilizująco na proces produkcyjny, poziom inwestycji i poziom zatrudnienia w przedsiębiorstwach. Ponadto, w opinii ekspertów oczekiwana niska inflacja wpływa pozytywnie na łańcuchy dostaw i wymianę handlową. Należy jednak zauważyć, że doraźne działania antyinflacyjne państwa w długim okresie mogą działać proinflacyjnie, a nadmierna ingerencja

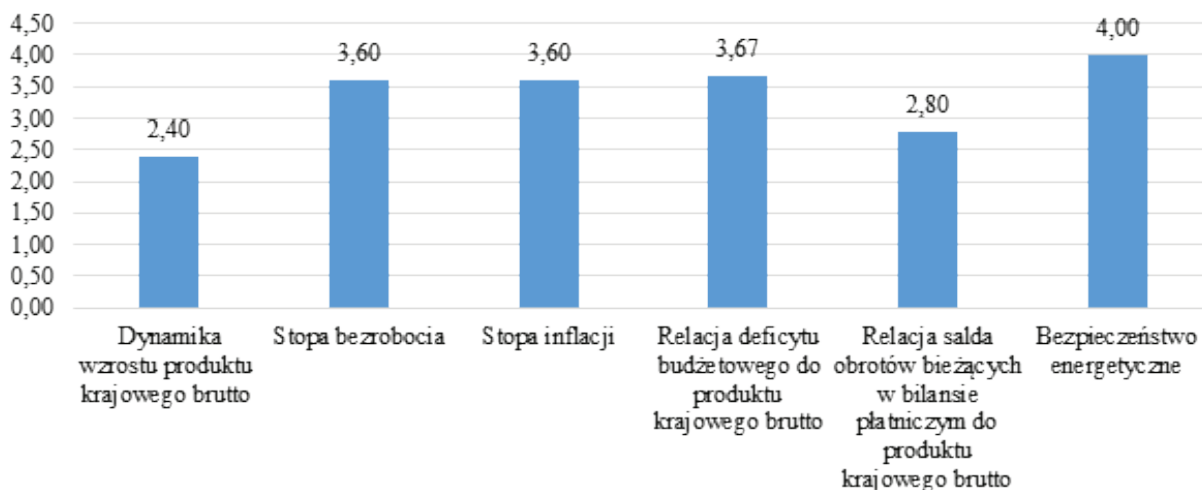
państwa w gospodarkę może destabilizować naturalne wolnorynkowe siły i budowanie zrównoważonej i stabilnie rozwijającej się gospodarki w długim okresie.

Na wykresie 25 zilustrowano znaczenie zapotrzebowania krajowej gospodarki związane z osiągnięciem oczekiwanych poziomów analizowanych kategorii stabilności makroekonomicznej w perspektywie długoterminowej. Podobnie jak w przypadku wcześniejszych kategorii, badano znaczenie dynamiki wzrostu produktu krajowego brutto, stopy bezrobocia, stopy inflacji, relacji deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto, relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto oraz bezpieczeństwa energetycznego dla określonej kategorii.

We wszystkich opiniach ekspertów zapotrzebowanie krajowej gospodarki na osiągnięcie oczekiwanego poziomu bezpieczeństwa energetycznego jest bardzo duże. Wniosek ten

niezwykle pożądane dla krajowej gospodarki. W ocenie ekspertów, wspomniany niski poziom deficytu budżetowego w odniesieniu do PKB wpływa na wiarygodność kraju na rynkach finansowych²⁴⁸, stwarza możliwości pozyskiwania inwestycji bezpośrednich oraz prowadzenia wewnętrznych programów rozwojowych dzięki funduszom europejskim. Z kolei osiągnięcie oczekiwanej niskiej stopy bezrobocia w perspektywie długoterminowej jest jednym z zasadniczych celów ekonomicznych każdego państwa. Z uwagi na wieloletni negatywny trend demograficzny, a w związku z tym niski napływ młodych roczników na rynek pracy, zapotrzebowanie na podaż pracy w perspektywie długoterminowej należy określić jako czynnik o bardzo dużym znaczeniu. Jednocześnie za jeden z kluczowych wyznaczników stanu i kondycji gospodarki, szczególnie w długim okresie, uznaje się stopę inflacji.

Wykres 25. Zapotrzebowanie wybranych kategorii gospodarczych dla krajowej gospodarki



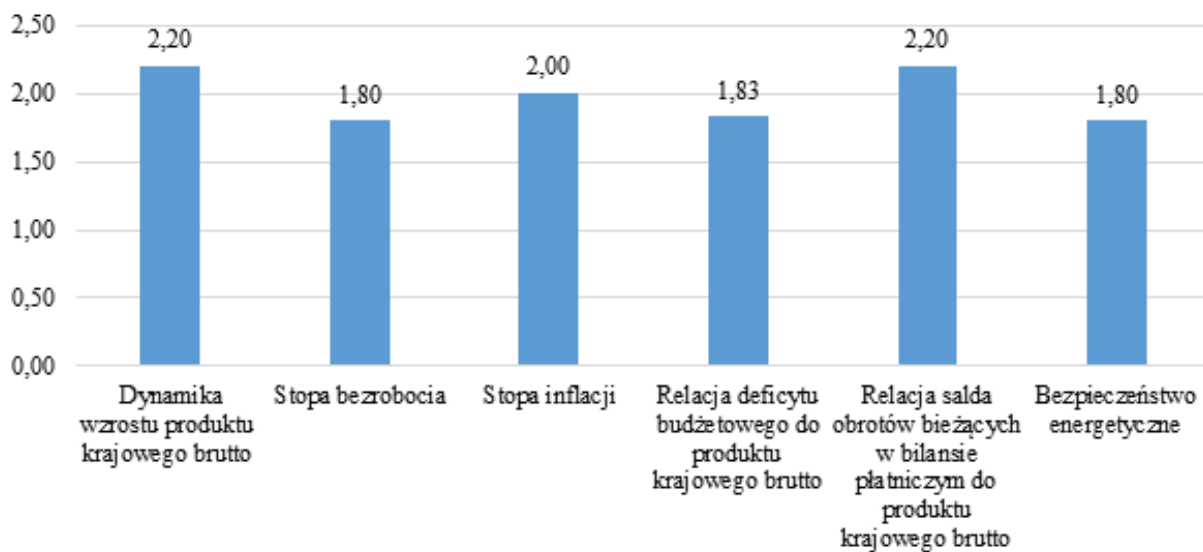
Uwaga: Skala punktowa przyjmuje wartości oznaczające odpowiednio: trudne do stwierdzenia (0), małe (1), umiarkowane (2) oraz bardzo duże (4).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badania foresight.

wydaje się oczywisty w kontekście zarówno bieżących, jak i przyszłych zagrożeń spowodowanych m.in. wojną w Ukrainie oraz kryzysem energetycznym. Należy jednak podkreślić, że zarówno oczekiwane niskie wartości relacji deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto, jak i stopy bezrobocia i stopy inflacji są

²⁴⁸ Por. D. Filip, P. Komorowski, *Konkurencyjność rynków finansowych. Czynniki efektywności*, „Przedsiębiorstwo & Finanse” 2016, t. 2, zesz.13, s. 61–75.

Wykres 26. Charakter czynników wpływających na wybrane kategorie gospodarcze



Uwaga: Skala punktowa przyjmuje wartości oznaczające odpowiednio: krajowym (1), europejskim (2) oraz światowym (3).

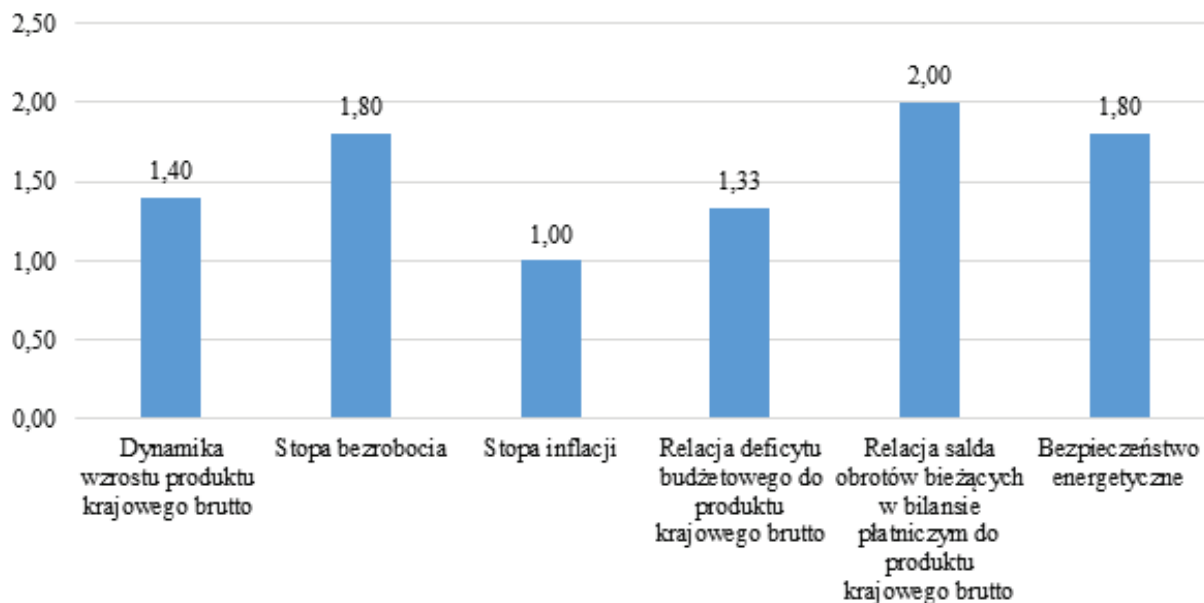
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badania foresight.

W kolejnej kategorii eksperci oszacowali zasięg geograficzny czynników mających główny wpływ na poszczególne czynniki stabilności makroekonomicznej. Zasięg ten został określony jako: krajowy (1 pkt), europejski (2 pkt.) i światowy (3 pkt.). Współczynniki zasięgu zostały przedstawione na wykresie 26. Najwyższy wynik, a tym samym najszerszy zasięg wynoszący 2,2, uzyskały kategorie: dynamika wzrostu produktu krajowego brutto oraz relacja salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto. Wynik ten należy rozumieć tak, że na te kategorie wpływają przeważnie czynniki o charakterze europejskim oraz w mniejszym stopniu o charakterze światowym. Zgodnie z opiniami ekspertów, wartość tych kategorii jest zależna od bezpośrednich powiązań gospodarczych i ich skali, w szczególności o zasięgu europejskim. Wynika to przede wszystkim z przynależności Polski do organizacji ponadnarodowych i wiążącej się z tym dyscypliny dotyczącej np. relacji deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto, czy

z polityki klimatycznej, która jest silnie powiązana z obszarem bezpieczeństwa energetycznego. Najniższy wynik wynoszący 1,8 otrzymały kategorie: stopa bezrobocia i bezpieczeństwo energetyczne. W opinii ekspertów te dwie kategorie są warunkowane czynnikami nie tylko endogenicznymi, ale także zewnętrznymi, głównie o charakterze europejskim. Jako argumenty pozwalające określić czynniki krajowe wpływające na wymienione kategorie, eksperci wskazali prowadzoną przez rząd politykę gospodarczą, a także stan systemu gospodarczego państwa, czyli specyfikę struktury gospodarki, stopień innowacyjności i poziom rozwoju technologicznego.

Kolejnym badanym zagadnieniem jest poziom społecznej akceptacji prowadzonej polityki gospodarczej w ramach sześciu czynników stabilności makroekonomicznej. Możliwe odpowiedzi i przypisana im punktacja przedstawiały się następująco: pełna akceptacja działania (3 pkt.); niewielkie zastrzeżenia (2 pkt.); duże zastrzeżenia (1 pkt.); brak akceptacji (0) pkt. Wskaźniki zostały zobrazowane na wykresie 27.

Wykres 27. Społeczna akceptacja polityki gospodarczej prowadzonej w danej kategorii gospodarczej



Uwaga: Skala punktowa przyjmuje wartości oznaczające odpowiednio: pełna akceptacja działania (3 pkt.); niewielkie zastrzeżenia (2 pkt.); duże zastrzeżenia (1 pkt); brak akceptacji (0) pkt.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badania foresight.

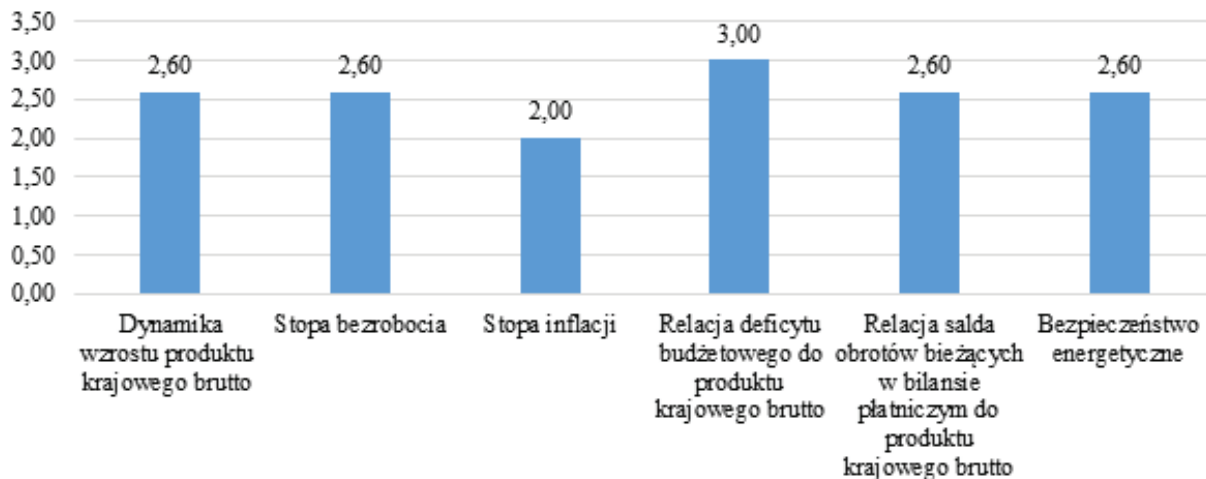
Zgodnie z opiniami ekspertów, społeczeństwo najlepiej ocenia politykę gospodarczą prowadzoną w obszarze relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto; obszar ten uzyskał średni wynik wynoszący 2,00 pkt., co oznacza, że według ekspertów społeczeństwo ma niewielkie zastrzeżenia do polityki gospodarczej prowadzonej w tym zakresie. Argumentem uzasadniającym tę ocenę jest to, że obywatele wykazują relatywnie niewielką świadomość istoty tej kategorii oraz jej wpływu na funkcjonowanie i sytuację gospodarstw domowych. Inne kategorie, tj. stopa bezrobocia i bezpieczeństwo energetyczne, uzyskały wynik wynoszący 1,8 (wynik zawiera się pomiędzy oceną niewielkie zastrzeżenia i duże zastrzeżenia). Według opinii ekspertów, na taką ocenę wpływa fakt, że obecna sytuacja na rynku pracy od dłuższego czasu jest relatywnie dobra, co niewątpliwie wpływa na pozytywne odczucia znacznej części społeczeństwa. Oczywiście nie oznacza

to że odbiór społeczny jest jednolity w całym kraju. Różny poziom wynika np. z uwarunkowań geograficznych, gdyż na obszarach słabiej zurbanizowanych jest wyższy poziom bezrobocia i istnieją problemy strukturalne na rynku pracy, np. brak atrakcyjnych ofert pracy w niektórych zawodach. Polityka gospodarcza w zakresie utrzymania odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa energetycznego, zdaniem ekspertów, uzyskuje relatywną akceptację społeczeństwa, tzn. dywersyfikacja dostaw nośników energii oraz sposobów wytwarzania energii elektrycznej jest relatywnie dobrze odbierana przez obywateli. Ocena w tej kategorii byłaby zapewne wyższa, gdyby nie doszło do wzrostów cen nośników energii i energii elektrycznej po agresji Rosji na Ukrainie. Najniższą ocenę wynoszącą 1,00 otrzymała kategoria stopa inflacji. Zdaniem ekspertów, społeczeństwo ma duże zastrzeżenia do polityki gospodarczej prowadzonej w tym zakresie. Wynikać to może z ostatnich

doświadczeń, gdy w sytuacji rosnącej inflacji prowadzona polityka nie była w stanie zahamować wzrostów cen przez wiele miesięcy. Dodatkowo, prowadzona polityka gospodarcza w zakresie obniżenia stopy inflacji często rodzi wiele zastrzeżeń społecznych z uwagi chociażby na konieczność redukcji wydatków socjalnych, wzrost podatków oraz nakładanie dodatkowych opłat.

W kolejnej kategorii dokonano oceny zasobów dorobku naukowego dla każdego z czynników stabilności ekonomicznej, które dawałyby podstawy teoretyczne do prowadzenia polityki gospodarczej pozwalającej osiągnąć pożądane rezultaty dla każdego z czynników. Ocena ekspertów dotyczyła prawdziwości tezy, że istnieją takie zasoby. Współczynniki dla tej kategorii przedstawiono na wykresie 28.

Wykres 28. Ocena tezy dotyczącej istnienia dorobku naukowego dającego podstawy teoretyczne umożliwiające prowadzenie skutecznych polityk gospodarczych w poszczególnych obszarach



Uwaga: Skala punktowa przyjmuje wartości oznaczające odpowiednio: pozytywna (3 pkt.); trudne do stwierdzenia (1 pkt.); negatywna (0) pkt.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badania *foresight*.

Najwyższą ocenę otrzymał dorobek nauki w zakresie relacji deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto, wynik wynosił 3 pkt., co oznacza, że eksperci jednogłośnie potwierdzili istnienie dorobku naukowego

dającego podstawy teoretyczne do działań pozwalających osiągnąć odpowiednią relację salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto. Eksperti podkreślili, że wiele ośrodków naukowych krajowych i zagranicznych prowadzi liczne badania związane z tą tematyką, a wyniki tych badań mogą stanowić wartościowy materiał przydatny w prowadzeniu efektywnej polityki gospodarczej w tym obszarze. Cztery kategorie uzyskały wynik 2,6 pkt. Były to: dynamika wzrostu produktu krajowego brutto, stopa bezrobocia, relacja salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto i bezpieczeństwo energetyczne. Oznacza to, że istnieje wystarczający dorobek naukowy do prowadzenia efektywnej polityki gospodarczej w tych obszarach. Jednocześnie wskazano, że prowadzenie polityki gospodarczej zapewniającej optymalne wielkości wskaźników

w oparciu o istniejący dorobek naukowy jest trudne z uwagi na zbyt szybką fluktuację czynników zewnętrznych i wewnętrznych, a także pojawiające się nowe szoki gospodarcze wpływające bezpośrednio na omawiane obszary

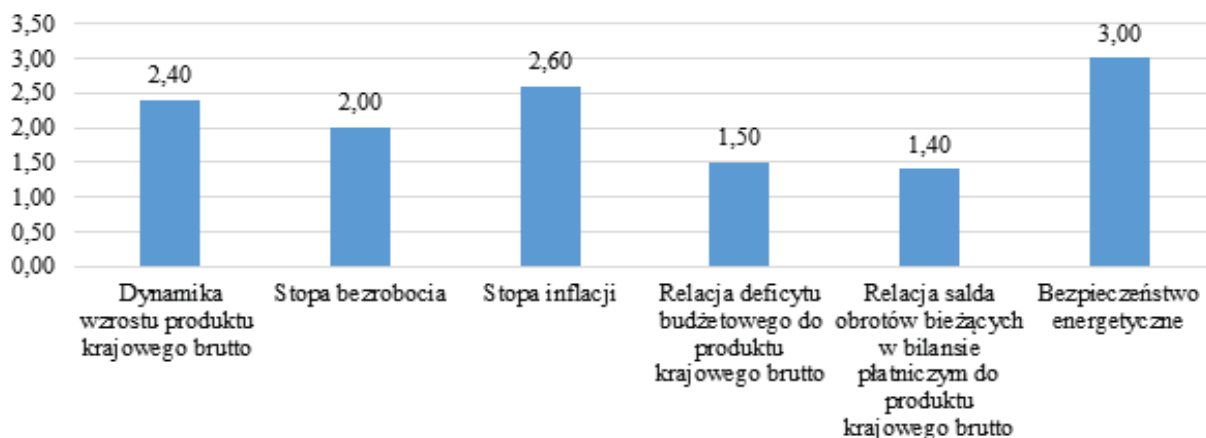
polityki gospodarczej. Najniższy wynik wynoszący 2,0 (pkt.) otrzymała stopa inflacji, co oznacza, że w opinii ekspertów nie można jednoznacznie potwierdzić lub zaprzeczyć tezie o istnieniu dorobku naukowego dającego podstawy teoretyczne do działania w celu osiągnięcia odpowiedniego poziomu stopy inflacji. W tym kontekście eksperci zwrócili uwagę na dynamiczne zmiany czynników oddziałujących na inflację, a także na fakt, że inflacja wpływa na wiele obszarów prowadzonej polityki gospodarczej (monetarną, fiskalną, budżetową itd.) i aby osiągnąć zamierzony poziom inflacji niezmiernie istotne jest, aby polityki te były ze sobą zbieżne w tym zakresie.

W ostatniej kategorii badany był poziom presji społecznej, politycznej i gospodarczej związanej z osiągnięciem odpowiednich (oczekiwanych) poziomów poszczególnych czynników stabilności makroekonomicznej. Możliwe odpowiedzi i przypisana im punktacja przedstawiały się następująco: bardzo duża (3 pkt.), duża (2 pkt.), mała (1 pkt), brak (0 pkt.). Współczynniki obrazujące opinię ekspertów w tej kategorii przedstawiono na wykresie 29.

W opinii ekspertów, najwyższy poziom presji społecznej, politycznej i gospodarczej istnieje dla czynnika bezpieczeństwa makroekonomicznego. Należy zwrócić uwagę na fakt, że naciski czy też oczekiwania społeczne, polityczne i gospodarcze związane z osiągnięciem odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa energetycznego są zawsze wysokie, a dodatkowo rosną one w okresie wystąpienia skrajnych sytuacji spowodowanych zmianami warunków otoczenia zewnętrznego (np. konflikty zbrojne), czego doświadcza się obecnie. Ponadto, należy zwrócić uwagę na istotną

rolę wpływu niezależności energetycznej na rozwój społeczno-gospodarczy kraju. W tym kontekście działania na rzecz bezpieczeństwa energetycznego mają poparcie społeczeństwa i środowisk gospodarczych. Kolejne pod względem średniej wartości uzyskanych ocen były następujące czynniki: stopa inflacji i dynamika wzrostu produktu krajowego brutto z ocenami odpowiednio: 2,6 (pkt.) i 2,4 (pkt.). Opinie ekspertów były tu podzielone między bardzo dużą a dużą presją społeczną. W przypadku stopy inflacji wskazano, że presja na działania ku osiągnięciu oczekiwanych poziomów tej kategorii makroekonomicznej wynika z faktu, że w sytuacji wysokiej inflacji narastają trudności na wszystkich obszarach reprodukcji społecznej i jej negatywnych konsekwencji dla gospodarki i społeczeństwa. Zwracano też uwagę, że stopa inflacji jest jednym z kluczowych wskaźników stanu i kondycji gospodarki, który jest najbardziej znany społeczeństwu i otoczeniu politycznemu. Dlatego też polityka gospodarcza realizowana na tym obszarze cieszy się znacznym zainteresowaniem i uwagą, a także podlega ocenie skutkującej wywieraniem presji. Należy jednak podkreślić, że presja społeczna (związki zawodowe) i gospodarcza (np. mały i średni biznes) są istotne, ale mają znaczenie raczej moderujące. Oczekuje się, że poprzez realizację rozmaitych transferów społecznych i polityki osłon finansowych prowadzona polityka gospodarcza osiągnie pożądaną cel niskiej stopy inflacji. Należy jednak podkreślić, że działania powinny być budowane w oparciu o współdziałanie i spójność z innymi politykami, w tym monetarną, a także planowanie w perspektywie średnio- i długookresowej, a nie działanie doraźnie, bo takie może wywołać skutki odwrotne w długim okresie.

Wykres 29. Ocena presji społecznej, politycznej oraz gospodarczej związanej z osiągnięciem odpowiednich (oczekiwanych) poziomów poszczególnych wskaźników ekonomicznych w poszczególnych obszarach



Uwaga: Skala punktowa przyjmuje wartości oznaczające odpowiednio: bardzo duża (3 pkt.); duża (2 pkt.); mała (1 pkt.); brak (0 pkt.).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badania foresight.

W kontekście oceny presji dla dynamiki wzrostu produktu krajowego brutto eksperci zwrócili uwagę na fakt, że w rzeczywistości kluczowe są presje polityczna i społeczna, które reprezentują relację władzy i związków zawodowych, zrzeszeń pracodawców i organizacji pozarządowych. Podkreślić należy fakt, że wskaźnik dynamiki wzrostu produktu krajowego brutto i jego rola jest powszechnie znana i rozumiana przez społeczeństwo, środowisko polityczne i gospodarcze, jednak konsekwencje wzrostu gospodarczego mniej bezpośrednio i jednoznacznie wpływają na ich sytuację, w porównaniu do np. relatywnie wysokiej inflacji. W przypadku stopy bezrobocia poziom presji określono jako duży. W opinii ekspertów relatywnie umiarkowana ocena wynika z tego, że z jednej strony jest to bardzo istotny wskaźnik makroekonomiczny i należałoby oczekiwać bardzo wysokiej presji, z drugiej strony od wielu lat jego wartości pozostają na bezpiecznym poziomie. Zbliżone oceny otrzymały kategorie: relacja deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto (1,5 pkt.), relacja salda obrotów bieżących

w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto (1,4 pkt.). W opinii ekspertów, wynika to z niskiej świadomości dotyczącej wpływu wymienionych czynników na stan gospodarki i zapewnienie dobrobytu społeczeństwa. Dodatkowo należy zwrócić uwagę, że te czynniki nie są opisane powszechnie znanymi wskaźnikami makroekonomicznymi, a także skutki różnych poziomów, nawet w horyzoncie średniookresowym, nie są odczuwalne dla społeczeństwa. W tym kontekście nie mają one istotnego wpływu na bieżącą sytuację gospodarstwa domowego i uzyskiwane przez nie dochody. Z tego względu w niewielkim stopniu są one analizowane i identyfikowane przez społeczeństwo.

Osiągnięte w niniejszym opracowaniu rezultaty stanowiły wstępną diagnozę, która może być punktem wyjścia do dalszych pogłębionych analiz w zakresie stabilności makroekonomicznej, a także stanowić podstawę do wytyczenia kierunków działań w obszarze regulacji i prowadzonej polityki gospodarczej w zakresie budowania trwałej stabilności makroekonomicznej gospodarki Polski.

PODSUMOWANIE



Przedmiotem niniejszego opracowania jest ocena aktualności i istotności zagadnień związanych ze stabilnością makroekonomiczną gospodarki w warunkach dynamicznych zmian w otoczeniu gospodarczym i geopolitycznym. W trakcie rozważań podjęto próbę określenia zasadności stosowania określonych w dotychczasowych badaniach wskaźników makroekonomicznych wpływających na wspomnianą stabilność. Przeprowadzone analizy potwierdziły istotność czynników określonych w jednej z najbardziej znanych metod oceny stabilności makroekonomicznej, tj. metodzie pięciokąta stabilizacji makroekonomicznej (PSM) – nawiązującej do metody oceny kondycji gospodarki autorstwa A.W. Philippsa i R. Mundella. W pracy zwrócono jednak uwagę, że oprócz określonych pięciu wskaźników, tj. dynamiki wzrostu produktu krajowego brutto, stopy bezrobocia, stopy inflacji, relacji deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto oraz relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto, w obecnych warunkach na stabilność makroekonomiczną istotnie wpływają kwestie związane z bezpieczeństwem energetycznym. Znaczne oddziaływanie bezpieczeństwa energetycznego na wartości wspomnianych pięciu wskaźników powoduje, że osiągnięcie stabilności makroekonomicznej w warunkach zachwianego bezpieczeństwa energetycznego może być trudne, a nawet nieosiągalne.

Wszystkie pięć podstawowych obszarów wciąż znajduje zastosowanie w ocenie stabilności makroekonomicznej. Przykładowo, wzrost dynamiki PKB jest istotnym czynnikiem kształtowania stabilizacji makroekonomicznej kraju oraz podniesienia poziomu dobrobytu społeczeństwa. Niemniej jednak w obecnych warunkach rozwojowych, w szczególności dla małej gospodarki otwartej, w obliczu wielu zagrożeń o charakterze egzogenicznym, jak i endogenicznym, szanse prowadzenia skutecznej polityki gospodarczej, której efektem byłby trwały wzrost gospodarczy, należy ocenić jako umiarkowane. Zwiększenie prawdopodobieństwa powodzenia powyższego należy upatrywać m.in. w zrównoważonej polityce gospodarczej i adekwatnej polityce pieniężnej. Należy przy tym zauważyć, że utrzymująca się relatywnie niska stopa bezrobocia (choć jej poziom może być zagrożony), jak i jej prognozy na kolejne okresy są dość optymistyczne. Ewentualne spowolnienie gospodarcze może przerodzić się w kraju w recesję. Wyznacznikiem tego będą zapewne koszty prowadzonej działalności gospodarczej, w tym ceny energii. Z drugiej jednak strony, to właśnie wzrost cen tych ostatnich jest jedną z głównych przyczyn utrzymującej się inflacji, zdecydowanie odbiegającej od celu inflacyjnego. Należy podkreślić, że jedynie skoordynowane działania polityki monetarnej prowadzone przez bank centralny wraz z odpowiednio stosowaną polityką fiskalną

PODSUMOWANIE

rządu mają szansę skutecznie osiągać zamierzone cele, np. obniżanie inflacji. Tym samym należy zwrócić uwagę na fakt, że na procesy wewnętrzne znacznie oddziałują te o charakterze globalnym, czyli wspomniany wzrost cen na rynkach surowców i energii, ale przede wszystkim wzrost podaży pieniądza w gospodarce światowej, w szczególności dolara amerykańskiego²⁴⁹.

Należy również zauważyć, że dla utrzymania stabilności makroekonomicznej w długim okresie istotne znaczenie może mieć relacja deficytu budżetowego do PKB. Pomimo relatywnie stałych relacji tego wskaźnika, mieszczących się w wartościach referencyjnych, tj. oznaczających brak przekroczenia progów ostrożnościowych, część wydatków rządowych (szczególnie w ostatnich latach) jest realizowana poza budżetem państwa, co znacznie utrudnia ich bieżące monitorowanie i kontrolę. Natomiast wśród innych kluczowych elementów wpływających na stabilność makroekonomiczną, a mianowicie relacji salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym do produktu krajowego brutto, nie dostrzega się znaczących zagrożeń wymagających interwencji. Należy jednak pamiętać, że szczególnie w obecnej rzeczywistości trwały lub, tym bardziej, pogłębiający się deficyt salda obrotów bieżących gospodarek rozwijających się jest odzwierciedleniem niskiej odporności kraju na szoki zewnętrzne i ryzyka gwałtownego odpływu kapitału.

Jak wykazano w niniejszym opracowaniu, wpływ praktycznie każdego z ww. obszarów na stabilność makroekonomiczną powiązany jest z bezpieczeństwem energetycznym kraju. Wskazują na to również wnioski z badania przeprowadzonego z wykorzystaniem metod heurystycznych, tj. podejścia foresightowego. Oznacza to, że w dającej się przewidzieć perspektywie należy traktować ten element jako obszar kluczowy do osiągnięcia analizowanej stabilności makroekonomicznej, pozwalającej na osiągnięcie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Aby jednak móc realizować projekty strategiczne dla polskiej gospodarki, konieczne jest pozyskanie finansowania z różnych funduszy Unii Europejskiej. Sposób finansowania inwestycji niezbędnych dla krajowej energetyki będzie miał zatem także przełożenie na budżet państwa i szerzej na sektor finansów publicznych, których równowaga jest czynnikiem makroekonomicznej stabilizacji. To z kolei powinno stanowić pewien drogowskaz dla prac nad stworzeniem regulacji prawnych, czy też działań korekcyjnych, mogących wprowadzać właściwe zmiany w prowadzonej polityce gospodarczej w kontekście podnoszenia poziomu stabilności makroekonomicznej.

Przedstawiona analiza proponuje nowe spojrzenie na prowadzenie polityki gospodarczej mającej na celu zapewnienie stabilności makroekonomicznej. Polityka taka powinna być prowadzona z uwzględnieniem bezpieczeństwa energetycznego państwa. Bezpieczeństwo energetyczne jest pojęciem szerokim i wieloaspektowym. Podejmując określone działania na rzecz zagwarantowania bezpieczeństwa energetycznego, należy uwzględniać m.in. kwestie związane z zapewnieniem dostępności surowców energetycznych (nośników energii), funkcjonowaniem infrastruktury krytycznej w energetyce (w tym cyberbezpieczeństwo), stwarzaniem optymalnych warunków ekonomiczno-institutionalnych dla funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw sektora trudniącego się wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, ale również jego oddziaływaniem na otoczenie przyrodnicze, a także przewidywać potencjalne konsekwencje dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Innymi słowy, trzeba pamiętać, że zapewnienie stabilnych dostaw energii w różnych jej postaciach oraz surowców energetycznych po konkurencyjnych cenach jest podstawą makroekonomicznej stabilizacji gospodarki i jednym z warunków trwałego, dynamicznego wzrostu gospodarczego.

249 Od wybuchu kryzysu 2007 r. agregat M1 dla dolara amerykańskiego wzrósł z poziomu 1,3 tryliona do ok. 20 trylionów w roku 2023. W tym samym okresie dla euro M1 w 2007 r. wynosił ok. 2,8 trylion euro, w 2023 wyniósł prawie 12 trylionów.

BIBLIOGRAFIA

1. Adamczyk W., *Narodowy Program Foresight „Polska 2020”, „Problemy Ekologii”* 2009, nr 13(3).
2. Adams Z., Fuess R., Kaiser G., *Macroeconomic determinants of commodity futures returns*, [w:] Fabozzi F., Fuess R., Kaiser D., *The handbook of commodity investing*, Wiley & Sons, New York 2008.
3. Adrangi B., Chatrath A., Raffiee K., *Economic activity, inflation and hedging: the case of gold and silver investments*, “*Journal of Wealth Management*” 2003, 6(2).
4. Albrycht I., Garpel R., Kosowski P., Łaszczuk A., Łazarski A., Matyka M., ... & Tarnawski M., *The impact of shale gas extraction on the socio-economic development of regions—an American success story and potential opportunities for Poland*, Report’s Abstract, ed. by I. Albrycht, The Kosciuszko Institute, Kraków 2012.
5. Alcidi, C., Gros D., *Public Debt and the Risk Premium: A Dangerous Doom Loop, A dangerous doom loop*, EconPol Opinion 21, https://www.econpol.eu/opinion_21, 2019.
6. Al-Sharkas A., *The dynamic relationship between macroeconomic factors and the Jordanian stock market*, “*International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*” 2004, vol. 1, issue 1.
7. Alvarez L., Hurtado S., Sanchez I., Thomas C., *The impact of oil prices changes on Spanish and Euro area consumer price inflation*, “*Economic Modeling*” 2011, vol. 28, issue 1–2.
8. Ankrim E., Hansel C., *Commodities in asset allocation: a real-asset alternative to real estate*, “*Financial Analyst Journal*” 1993, Vol. 49, No. 3.
9. Ascari S., *The Gas Target Model for the Visegrad 4 Region*, Ośrodek Studiów Wschodnich, Warszawa 2013.
10. Asonuma, T., Chamon, D.M., Erce, A., Sasahara, A., *Costs of Sovereign Defaults: Restructuring Strategies. Bank Distress and the Capital Inflow-Credit Channel*, “*IMF Working Papers*” 2001, 19(69).
11. Badia, M. M., Medas P., Gupta P., Xiang Y., *Debt Is Not Free*, “*IMF Working Paper*” 2020, /20/1.
12. Barczyk R., *Teoria i praktyka polityki antycyklicznej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004.
13. Becker K., Finnerty J., *Indexed commodity futures and the risk and return of institutional portfolios*, [w:] Cheng-Few W., *Advances in investment management and portfolio analysis*, vol. Greenwich, JAI Press, 1997.
14. Bernanke B., Gertler M., Watson M., *Systematic monetary policy and the effects of oil prices shocks*, “*Brooking Papers on Economic Activity*” 1997, no.1.
15. *Biała księga bezpieczeństwa narodowego Rzeczypospolitej Polskiej*, red. S. Koziej, Biuro Bezpieczeństwa Narodowego, Warszawa 2013.
16. Białek-Jaworska A., Nehrebecka N., *Struktura kapitałowa przedsiębiorstw w świetle wyników badań*, „*Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*” 2015, vol. 137, nr 81.
17. Bil I., Nyga-Łukaszewska H., *Polityka energetyczna UE w świetle kryzysu gazowego ze stycznia 2009 roku*, [w:] *Reaction to World Economic Crisis and regional Gas Crisis*, red. Falkowski K., Teichmann E., Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
18. Bilson C., Brailsford T., Hooper V., *Selecting macroeconomics variables as explanatory factors of emerging stock market returns*, Department of Commerce Australia National University, Canberra 0200, SSRN, 1999.
19. Blanchard O., *Public Debt and Low Interest Rates*, “*American Economic Review*” 109(4): 1197–1229, DOI: 10.1257/aer.109.4.1197, 2019.
20. Blose L., *Gold prices, cost of carry, and expected inflation*, “*Journal of Economics and Business*” 2010, Vol. 62, Issue 1.
21. Bodie Z., Rosansky V., *Risk and return in commodity futures*, “*Financial Analyst Journal*” 1980, Vol. 36, Issue 3.
22. Bodio M., *Polityka energetyczna w stosunkach między Unią Europejską a Federacją Rosyjską w latach 2000–2008*, Oficyna Wydawnicza ASPRA-JR, Warszawa 2009.
23. Borowski K., *Analiza fundamentalna, metody wyceny przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2014.
24. Bowles S., Wendy C., *Shrinking Capitalism*, “*EA Papers and Proceedings*” 110: 372–77. DOI: 10.1257/pandp.20201001, 2020.
25. Bregman R., *The neoliberal era is ending. What comes next*, *The Correspondent*, 14, 2020.
26. Brown S., Yucel M., *Energy prices and aggregate economic activity and interpretative survey*, “*Quarterly Review of Economic and Finance*” 2002, Vol. 42, Issue 2.
27. Bulman D., Eden M., Nguyen H., *Transitioning from Low-Income Growth to High-Income Growth: Is There a Middle-Income Trap?*, “*ADB Working Paper*” 2017, no. 646.
28. Burriel P., Chronis P., Freier M., Hauptmeier S., Reiss L., Stegarescu D., and Van Parys S., *A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems*, No 239, “*Occasional Paper Series*”, European Central Bank, 2020.
29. Burriel, P., de Castro, F., Garrote, D., Gordo, E., Paredes, J., & Pérez, J. J., *Fiscal policy shocks in the euro area and the US, An empirical assessment*, “*Fiscal Studies*” 2010, 31(2).

BIBLIOGRAFIA

30. Buyuksalvarei A., *Effect of macroeconomic variables on stock returns: evidence from Turkey*, "European Journal of Social Sciences" 2010, 14(3).
31. Cadenillas, A., Huamán-Aguilar, R., *On the Failure to Reach the Optimal Government Debt Ceiling*, "Risks" 2018, 6(4):138.
32. Cecchetti S., Chu R., Steindel C. *The unreliability of inflation indicators*, "Current Issues in Economics and Finance" 2000, Vol. 6, No 4.
33. Chancharat S., Valadkhani A., Harvie C., *The influence of international stock market and macroeconomics variables on the Thai stock market*, "Applied Econometrics and International Development" 2007, Vol. 7, No. 1.
34. Chen N., Roll R., Ross S., *Economic forces and the stock market*, "Journal of Business" 1986, Vol. 59, Issue 3.
35. Choudhry T., *Inflation and rates of return on stocks evidence from high inflation countries*, "Journal of International Financial Markets" 2001, Vol. 11, Issue 1.
36. Chwierołth J., *Neoliberal Economists and Capital Account Liberalization in Emerging Markets*, "International Organization" 2007, Vol. 61, No. 2. doi:10.1017/S0020818307070154.
37. Cieślík J., *O pułapkach wychodzenia z pułapki średniego dochodu*, "Rzeczpospolita", 16.03.2015.
38. Cohen-Setton J., Valla N., *Unnoticed potential output revisions and their impact on the stimulus/austerity debate*, CEPR Policy Portal Publication, 2010.
39. Commission of the European Communities, *Green Paper „Towards a European strategy for the security of energy supply*, Brussels, 29.11.2000, COM (2000) 769 final.
40. Czarny B., *Wstęp do ekonomii*, t. 1, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
41. Ćwikliński H., *Wyzwania dla polityki makroekonomicznej na początku XXI wieku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2012.
42. Dadgostar B., Moazzami B., *Dynamic relationship between macroeconomic variables and the Canadian stock market*, "Journal of Applied Business and Economics" 2003, Vol. 2, No.1.
43. Daron A., Restrepo P., *Unpacking Skill Bias: Automation and New Tasks*, "AEA Papers and Proceedings" 2020, Vol. 110, s. 356-361, DOI: 10.1257/pandp.20201063.
44. Deaton A., *Wielka ucieczka. Zdrowie, bogactwo i źródła nierówności*, tłum. J. Halbersztat, WN PWN, Warszawa 2016.
45. Debelle, G., Faruquee H., *What Determines the Current Account? A Cross-Sectional and Panel Approach*, "IMF Working Paper" 1996, No. 58.
46. Eberhardt M., Presbitero A.F., *Public debt and growth: Heterogeneity and non-linearity*, "Journal of International Economics" 2015, vol. 97, Issue 1, DOI: 10.1016/j.jinteco.2015.04.005, 2015.
47. Elly O., Oriwo A., *The relationship between macroeconomic variables and stock market performance in Kenya*, "DBA Africa Management Review" 2012, Vol. 3, No. 1.
48. Erb C., Harvey C., *The strategic and tactical value of commodity futures*, "Financial Analysts Journal" 2006, Vol. 62, Issue 2.
49. European Commission, *Alert Mechanism Report, Report from the Commission to the European Parliament*, 2022.
50. European Commission, *Final Report on Social Taxonomy Platform on Sustainable Finance*, 2022.
51. European Commission, *Financing a Sustainable European Economy*, 2017.
52. European Commission, *Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*, European Economy, Occasional Papers, 2021.
53. Europejskie Centrum Projektów Pozarządowych, *Zielony Ład do korekty*, "Analizy Międzynarodowe" 2022, nr 3.
54. Fama E., *Stock returns, real activity, inflation, money*, "American Economic Review" 1981, Vol. 71, No. 4.
55. Felipe J., Kumar U., Galope R., *Middle-Income Transitions: Trap or Myth?*, "ADB Economics Working Paper Series" 2014, no. 421.
56. Filip. D., Komorowski P., *Konkurencyjność rynków finansowych. Czynniki efektywności*, "Przedsiębiorstwo & Finanse" 2016, t. 2, zesz. 13.
57. Franek S., Postuła M., *Pomiar siły instrumentów fiskalnych oraz ich skuteczność w poprawie stabilności finansów publicznych w krajach Unii Europejskiej*, "Materiały i Studia NBP" 2019, nr 334.
58. Froot K., *Hedging portfolios with real assets*, "Journal of Portfolio Management" 1995, Vol. 21, No. 4.
59. Gan C., Lee M., Young H., Zhang J., *Macroeconomic variables and stock market interactions: New Zealand evidence*, "Investment Management and Financial Innovations" 2006, 3(4).
60. Gay G., Manaster S., *Hedging against commodity price inflation: stocks and bills as substitutes for future contracts*, "Journal of Business" 1982, Vol. 55, Issue 3.
61. Geise A., *Wpływ cen ropy naftowej na produkcję i inflację w wybranych państwach Unii Europejskiej*, "Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych" 2015, vol. 16, nr 3.
62. Geske K., Roll R., *The fiscal and monetary linkage between stock returns and inflation*, "Journal of Finance" 1983, Vol. 38, No. 1.
63. Giles, D. C., *Parasocial interaction: A review of the literature and a model for future research*, "Media Psychology" 2002, 4(3), https://doi.org/10.1207/S1532785XMEP0403_04, 2002.
64. Gorton G., Rouwenhorst K., *Facts and fantasies about commodity futures*, "Financial Analysts Journal" 2006, Vol. 62, No. 2.
65. Gorynia M., Łaźniewska E., *Kompendium wiedzy o konkurencyjności*, WN PWN, Warszawa 2009.
66. Greer R., *Conservative commodities: a key inflation hedge*, "Journal of Portfolio Management" 1978, Vol. 4, Issue 4.
67. Groenwold N., Fraser P., *Share prices and macroeconomic factors*, "Journal of Business Finance and Accounting" 1987, Vol. 24, Issue 9-10.
68. Grosse T.G., *W objęciach europeizacji. Wybrane przykłady z Europy Środkowo-Wschodniej*, Instytut Studiów Politycznych Polskiej Akademii Nauk, Warszawa 2012.
69. Grynja A., Marcinkiewicz J., *Proces stabilizacji makroekonomicznej w wybranych krajach Unii Europejskiej*, "Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach" 2017, nr 319.
70. GUS, *Sytuacja makroekonomiczna w Polsce na tle procesów w gospodarce światowej w 2020 r.*, Warszawa 2021.
71. GUS, *Sytuacja społeczno-gospodarcza w kraju w 2021 r.* "Analizy Statystyczne" 12/2021, Warszawa 2021.
72. Halac M., Yared P., *Fiscal Rules and Discretion Under Limited Enforcement*, CEPR Discussion Paper No. DP14218, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3518556>, 2019.
73. Hoevenaars R., Molenaar R., Schotman P., Steenkamp T., *Strategic asset allocation with liabilities: beyond stocks and bonds*, "Journal of Economic Dynamics & Control" 2008, Vol. 32.
74. Hsing Y., *Effects of macroeconomic variables on the stock market: the case of the Czech Republic*, "Theoretical and Applied Economics" 2011, Vol. 18, Issue 7.
75. Hsing Y., *Macroeconomic determinants of the stock market index and policy implications: the case of Central European Country*, "Eurasian Journal of Business and Economics" 2011, Vol. 4, Issue 7.
76. Humpe A. Macmilan P., *Can macroeconomic variables explain long term stock market movements? A comparison of the US and Japan*, Centre for Dynamic Macroeconomics Analysis Working Paper Series CDMA 07/20, SSRN, 2007.
77. Hunt B., Isard P., Laxton D., *The macroeconomic effects on higher oil prices*, "IMF Working Paper" 01/14, 2001.
78. IBR, *Koniunktura gospodarcza świata i Polski w latach 2015-2018*, Raporty IBR, KiK, Warszawa 2017.

79. Inflacja i stopy procentowe oczami polskiego konsumenta 2022, Raport z badania ilościowego przeprowadzonego w lutym 2022 r. na zlecenie Fundacji Think! i Fundacji Citi Handlowy im. L. Kronenberga.
80. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżyniera finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
81. Janecki J., *Pomiar i ocena stabilności makroekonomicznej w Polsce*, „Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodzianensis” 2017, t. 2, nr 328.
82. Janicka M., *Ocena stabilności zewnętrznej Polski w latach 2000–2014*, „International Business and Global Economy” 2016, no. 35/1, University of Gdańsk, 2016.
83. Kaja J., *Polityka gospodarcza. Wstęp do teorii*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.
84. Kaplan P., Lummer S., *Update: GSCI collateralized futures as a hedging and diversification tool for institutional portfolios*, “Journal of Investing” 1998, Vol. 7, Issue 4.
85. Kasprzak A., *Inflacja a giełdowy rynek akcji*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, nr 3–4.
86. Kasprzak-Czelej A., *Inwestycje w złot jako zabezpieczenie przed inflacją*, „Annales H, Oeconomia” 2015, Vol. 49, Issue 4.
87. Kat H., Oomen R., *What energy investor should know about commodities, Part II: multivariate return analysis*, “Alternative Investment Research Centre Working Paper” 2006, No. 33.
88. Keliuotytė-Staniulienė G., *Fiscal sustainability and its impact to financial stability in Lithuanian and other new member states of the European Union*, “Ekonomika” 2015, Vol. 94(2).
89. Keun-Wook P., *Sino-Russian Gas and Oil Cooperation: Entering into a New Era of Strategic Partnership?*, The Oxford Institute for Energy Studies, Paper WPM 59, April 2015.
90. Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, tłum. M. Kalecki, S. Rączkowski, WN PWN Warszawa 2003.
91. Kołodko G.W., *Kwadratura pięciokąta, Od złamania gospodarczego do trwałego wzrostu*, Poltext, Warszawa 1993.
92. Kołodko G.W., *Polityka finansowa – transformacja – wzrost*, Wydawnictwo Instytutu Finansów, Warszawa 1991.
93. Kołodko G.W., *Shortageflation 3.0: War economy–State socialism–Pandemic crisis*, “Acta Oeconomica” 2021, 71(S1).
94. Komorowski P., *Stabilność sektora bankowego a zagrożenie skutkami bańki spekulacyjnej*, [w:] *Ekonomia, nauki o zarządzaniu, finanse i nauki prawne wobec światowych przemian kulturowych, społecznych, gospodarczych i politycznych*, red. Bartkowiak J., Ostaszewski J., OW SGH, Warszawa 2011.
95. Koralun-Bereźnicka J., *Wpływ kraju i sektora oraz wielkość przedsiębiorstwa na strukturę kapitału przedsiębiorstwa w krajach Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2016.
96. Kozłowski P., Wojtyśiak-Kotlarski M., Grzegorz W. Kołodko i ćwierćwiecze transformacji, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2014.
97. Krugman P., Wells R., *Makroekonomia*, tłum. J. Halbersztat, PWN, Warszawa 2020.
98. Kuziemska-Pawlak K., *Determinanty salda rachunku obrotów bieżących Polski*, „Ekonomista” 2018, nr 4.
99. Levy A., Hennessy C., *Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions?*, “Journal of Monetary Economics” 2007, Vol. 54, No. 6.
100. Lin Y., Osman M., Ashcroft R., *Nudge: Concept, effectiveness, and ethics*, “Basic and Applied Social Psychology” 2017, Vol. 39, Issue 6, <https://doi.org/10.1080/01973533.2017.1356304>, 2017.
101. Lipiński K., Maj M., Miniszewski M., *Unia Europejska niezależna od Rosji? Alternatywne źródła dostaw surowców energetycznych*, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa 2022.
102. Łaciak M., Trzop S., Szczepanek M., Szmigielski J., *Technologia skroplonego gazu ziemnego (LNG)*, „Vademecum gazownika”, t. 1, red. Nagy S., SITPNiG, Kraków 2014.
103. Lon E., *Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006.
104. Maciejewski M., *Determinanty salda obrotów bieżących państw Unii Europejskiej*, [w:] Maciejewski M., Wach K., *Handel zagraniczny i biznes międzynarodowy we współczesnej gospodarce*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2017.
105. Maciocha K., *Reguły fiskalne a kryzys zadłużeniowy w krajach Unii Europejskiej*, „Nauki o Finansach” 2017, 1(30), <https://doi.org/10.15611/e21.2017.1.03>, 2017.
106. MacKay P., Phillips G., *How does industry affect firm financing structure?*, “Review of Financial Studies” 2005, Vol. 18, No. 4.
107. Marchewka-Bartkowiak K., *Reguły fiskalne w warunkach kryzysu finansów publicznych*, „Ekonomia i Prawo” 2012, t. 10, nr 3.
108. Matkowski Z., Rapacki R., *The economic situation on the progress of market reforms*, [w:] *New Europe report on transformation*, red. Rosati D., Instytut Wschodni, Warszawa-Krynica 2005.
109. Mazzucato M., *Mission-oriented innovation policy: challenges and opportunities*, “UCL Institute for Innovation and Public Purpose Working Paper” 2017, 1. <https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/publications/2018/jan/mission-oriented-innovation-policy-challenges-and-opportunities>, 2017.
110. Mądra-Sawicka M., Kalisiak A., *Mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw budowlanych na przykładzie spółek giełdowych – wyniki empiryczne na podstawie danych panelowych*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2017, nr 5 (89).
111. Megersa K., Cassimon D., *Public debt, economic growth, and public sector management in developing countries: Is there a link?*, “Public Administration and Development” 2015, Vol. 35, Issue 5.
112. Mierzejewski M., *Stabilność makroekonomiczna Polski na tle krajów Unii Europejskiej w latach 2007–2017*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Społecznej w Ostrołęce” 2018, nr 28.
113. Miles I., Keenan M., *Practical Guide to Regional Foresight in the UK*, European Commission, Luxembourg 2002.
114. Ministerstwo Klimatu i Środowiska, Agencja Rynku Energii S.A., *Informacja statystyczna o energii elektrycznej*, Nr 9 (345) wrzesień 2022.
115. Misala J., *Stabilizacja makroekonomiczna w Polsce w okresie transformacji ze szczególnym uwzględnieniem deficytów bliźniaczych*, Politechnika Radomska, Radom 2007.
116. Misala J., Bukowski S., *Stabilizacja makroekonomiczna w Polsce w okresie transformacji*, „Ekonomista” 2002, nr 5.
117. Mohammad S., Hussain A., Jalil M., Ali A., *Impact of macroeconomic variables on stock prices: empirical evidence in case of KSE (Karachi Stock Exchange)*, “European Journal of Scientific Research” 2009, Vol. 38, Issue 1.
118. Mukherjee T., Naka A., *Dynamic relations between macroeconomics variables and Japanese stock market*, “Journal of Financial Research” 1995, Vol. 18, Issue 2.
119. Naik P., Padhi P., *The impact of macroeconomic fundamentals on stock prices revisited: evidence from Indian*, “Eurasian Journal of Business and Economics” 2012, Vol. 5, Issue 10.
120. NBP, *Raport Roczny 2021*, NBP, Warszawa 2022.
121. NBP, *Statystyka Rynku Finansowego*, „Tygodnik” 14.11.2022.
122. NBP, *Sytuacja makroekonomiczna w Polsce na tle procesów w gospodarce światowej w 2020 r.*, NBP, Warszawa 2021.
123. Nelson C., *Inflation and rates of return on common stocks*, “Journal of Finance” 1976, Vol. 31, Issue 2.
124. Obstfeld M., Rogoff K., *The Intertemporal Approach to the Current Account*, “NBER Working Papers” 4893, 1994.

BIBLIOGRAFIA

125. Oksenberg Y., Yilmaz M., Chagirov D., *The impact of macroeconomic indicators on stock exchange performance in Kazakhstan*, "African Journal of Business Management" 2011, Vol. 5, Issue 7.
126. Owsiak S., *Finanse publiczne – współczesne ujęcie*, WN PWN, Warszawa 2017.
127. PAN, *Droga Polski do Roku 2025. Założenia długookresowej strategii w świetle studiów KP PAN*, Warszawa 2005.
128. PAN, *Wizja przyszłości Polski. Studia i analizy*, t.: Społeczeństwo i Państwo, PAN, Warszawa 2011
129. Panizza U., Presbitero, A.F., *Public debt and economic growth: Is there a causal effect?*, "Journal of Macroeconomics" 2014, vol. 41(C), 21-41, DOI: 10.1016/j.jmacro.2014.03.009, 2014.
130. Pareto V., *Uczucia i działania. Fragmenty socjologiczne*, tłum. M. Dobrowolska, M. Rozpędowska, A. Zinserling, WN PWN, Warszawa 1994.
131. Persson T., Roland G., Tabellini G., *Comparative Politics and Public Finance*, "Journal of Political Economy" 2000, 108(6), <https://doi.org/10.1086/317686>, 2000.
132. Phillips S. i in., *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, "IMF Working Papers" 2013, nr 272.
133. Piech K., „Tradycyjne” metody heurystyczne: przegląd i zastosowania, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” 2003, nr 40.
134. Piekutowska A., *Imigracja zarobkowa i jej wpływ na rynek pracy*, CeDeWu, 2022.
135. Postuła M., *Polityka społeczno-gospodarcza w UE Finanse na poziomie krajowym, europejskim i globalnym*, WN PWN, Warszawa 2019.
136. Postuła M., Kawarska A., *Instrumenty zarządzania finansami publicznymi w Unii Europejskiej*, PWE, Warszawa 2022.
137. Postuła M., Klepacki J., Alińska A., *The Impact of Standardised fiscal rules index on the Yield on Ten-Year Government Bonds in the Visegrád Group Countries in 2005–2016*, "Central European Management Journal" 2018, nr 26(3), <https://doi.org/10.7206/jmba.ce.2450-7814.325> 2018.
138. Próchnicki L., *Reguły fiskalne a stabilność fiskalna krajów Unii Europejskiej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2013, nr 1/(32), <http://bazekon.icm.edu.pl/bazekon/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171259631>. 2013.
139. Raczkowski K., Postuła M., *Managing the increase in the EU public debt risk amid the corona crisis*, "European Journal of International Management" 2021, DOI: 10.1504/EJIM.2022.10044750.
140. Rada Ministrów, *Strategia na rzecz odpowiedzialnego rozwoju do roku 2020 (z perspektywą do 2030 r.)*, Ministerstwo Rozwoju, Warszawa 2017.
141. Rapacki Z., Matkowski Z., *Sytuacja gospodarcza i postępy reform rynkowych w krajach postsocjalistycznych: próba oceny*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2003.
142. Rediker M., *Outlaws of the Atlantic: Sailors, pirates, and motley crews in the age of sail*, Beacon Press, Boston Ma 2015.
143. Reinhart C., Rogoff K., *Growth in a Time of Debt*, "NBER Working Papers" 2010, No. 15639.
144. Riley A., *Nord Stream 2: A Legal and Policy Analysis*, "Centre for European Policy Studies" 2016, No 151.
145. Roache S., Attie A., *Inflation hedge for long-term investors*, "IMF Working Paper" 2009, No. 09/90.
146. Rodrik D., *A Primer on Trade and Inequality*, "CEPR Discussion Paper" 2021, No. DP16742, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4026583>, November 2021.
147. Rodrik D., *Putting Global Governance in Its Place*, "The World Bank Research Observer" 2020, Vol. 35, Issue 1, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/36091> License: CC BY-NC-ND 3.0 IGO.
148. Rogall H., *Ekonomia zrównoważonego rozwoju. Teoria i praktyka*, tłum. J. Gilewicz, Zysk i Spółka Wydawnictwo, Poznań 2010.
149. Ropuszyńska-Surma E., *Metody foresightowe w zarządzaniu. Klasyfikacja metod i wybór metodyki*, „Ekonometria” 2014, nr 4(46).
150. Ruszel M., *Polski wpływ na kształtowanie polityki energetycznej UE 2004–2015*, Difin, Warszawa 2016.
151. Samuelson P.A., Nordhaus W.D., *Ekonomia*, tłum. H. Hagemeyer, K. Hagemeyer, J. Czekaj, WN PWN, Warszawa 2021.
152. Sauvant D., Schmidely P., Daudin J.J., St-Pierre N.R., *Meta-analyses of experimental data in animal nutrition*, "Animal" 2008, Vol. 2, Issue 8.
153. Schaechter, A., Kinda, T., Budina, N., Weber, A., *Fiscal Rules in Response to the Crisis-Toward the "Next-Generation" Rules, A New Dataset*, IMF Working Paper, Fiscal Affairs Department, WP/12/187, 2012.
154. Schick, A.G., *Challenges Confronting Contemporary Public Budgeting: Retrospectives/Prospectives from Allen Schick*, "Public Administration Review" 2010.
155. Schiliro D., *COVID-19 crisis and the public debt issue: The case of Italy*, MPRA Paper, University Library of Munich, Germany, 2020.
156. Schiliro D., *Public debt and growth in Italy: Analysis and policy proposals*, "International Journal of Business Management and Economic Research" 2019, Vol. 10, No. 5.
157. Schmalz S., Ebenau M., *After Neoliberalism? Brazil, India, and China in the Global Economic Crisis*, "Globalizations" 2012, Vol. 9, Issue 4.
158. Schwab K., *The Global Competitiveness Report 2019*, World Economic Forum, 2019.
159. Spierdijk L., Umar Z., *Are commodity futures a good hedge against inflation?* Netspar Discussion Paper No. 11/2010-078, 2013.
160. Stachowiak Z., Stachowiak B., *Ekonomia gospodarki rynkowej. Ujęcie instytucjonalne*, t. 3. Makroekonomia, AON, Warszawa 2015.
161. Stern J., *The Future of Gas in Decarbonising European Energy Markets: the need for a new approach*, The Oxford Institute for Energy Studies, Paper NG 116, January 2017.
162. Stiglitz J.E., *Ekonomia sektora publicznego*, tłum. R. Rapacki et al., WN PWN, Warszawa 2015.
163. Strzelecki P., Godyń K., Kluza S., *Demografia. Migracje. Rynek pracy w Polsce. Perspektywy po pandemii COVID-19 i wojnie w Ukrainie*, Wydawnictwo Jedność, Kielce 2022.
164. Szałański M., Zalega T., Zborowska W., *Makroekonomiczna polityka stabilizacyjna. Ujęcie krótkookresowe. Symulacje komputerowe*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2019.
165. Szalavetz A., *A Dynamic Capabilities Perspective of High-Growth Firms: Organizational Aspects*, "International Journal of Management and Economics" 2015, Vol. 48, Issue 1.
166. Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa 2007.
167. Tamborini R., Tomaselli M., *The determinants of austerity in the European Union 2010–16*, No 2019/6, DEM Working Papers, Department of Economics and Management, 2019.
168. Tang W., Wu L., Zhang Z., *Oil prices shocks and their short- and long-term effects on the Chinese economy*, "Energy Economics" 2010, Vol 32.
169. Thorbecke W., *On stock market returns and monetary policy*, "Journal of Finance" 1997, Vol. 52, Issue 2.
170. Urbanowicz Z., *Stabilizacyjna rola polityki pieniężnej w warunkach unii walutowej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2014, nr 4.
171. Urbanowicz Z., *Stabilność finansowa a stabilność makroekonomiczna na przykładzie polskiej gospodarki*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 2018, nr 529.

172. Walawski M., *Stabilizacja makroekonomiczna gospodarki rosyjskiej w latach 1997–2012*, „*Studia Oeconomica Polnaniensis*” 2015, t. 3, nr 4.
173. Walras L., *Elements of Theoretical Economics*, Kindle Edition, Cambridge 2014.
174. Weicheng L., Presbitero A., Wiriadinata U., *Public Debt and R-G at Risk*, IMF Working Paper No. 20/137, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3721179>, July 2020.
175. Wiśniewski H., *Wpływ danych makroekonomicznych na indeksy giełdowe*, praca doktorska pod kierunkiem dr hab. prof. UW R. Kokoszcyńskiego, Uniwersytet Warszawski, Warszawa 2014.
176. Wiśniewski Z., Sadowska-Snarska C., *Praca i rynek pracy w perspektywie gospodarki 4.0*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2020.
177. Wojtkowska-Lodej G., *Bezpieczeństwo energetyczne w ujęciu regionalnym. Perspektywa Unii Europejskiej i krajów Europy Wschodniej – podsumowanie*, [w:] *Reaction to World Economic Crisis and regional Gas Crisis*, red. Falkowski K., Teichmann E., Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
178. Wojtyna A., *Kontrowersje teoretyczne wokół koncepcji pułapki średniego poziomu rozwoju*, „*Gospodarka Narodowa*” 2016, nr 286 (6).
179. Woodard J., *Commodity futures investments: a review of strategic motivations and tactical opportunities*, [w:] Fabozzi F., Fuess R., Kaiser D., *The handbook of commodity investing*, Wiley & Sons, New York 2008.
180. Wyplosz C., *Fiscal rules: theoretical issues and historical experiences*, [w:] *Fiscal policy after the financial crisis*, University of Chicago Press, Chicago 2012.
181. Wyplosz Ch., *Fiscal Discipline: From Theory to Practice*, [w:] European Fiscal Board Workshop 2019, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2019_04_30_efb_workshop.pdf.
182. Yang L., *An Empirical Analysis of Current Account Determinants in Emerging Asian Economies*, “*Cardiff Economics Working Papers*” 2011, nr 10.
183. Zając A., Balina R., Kowalski D., *Financial and Economic Stability of Energy Sector Enterprises as a Condition for Poland’s Energy Security – Legal and Economic Aspects*, “*Energies*” 2023 nr 16(3):1442, <https://doi.org/10.3390/en16031442>
184. Zaremba A., *Giełda. Podstawy inwestowania*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2013.
185. Zieliński M., *Rynek pracy w teoriach ekonomicznych*, CeDe-Wu, 2017.
186. Ziomek A., *Produkt krajowy a bezrobocie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2006.
192. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy-debata/badania-ekonomiczne-pracownikow-nbp/saldo-obrotow-biezacych-w-polsce-bliskie-poziomu-strukturalnego/#fullimg1> [dostęp: 15.11.2022].
193. https://www.pkobp.pl/media_files/c586e050-ce37-42fd-b79a-9afc5142fa22.pdf [dostęp: 15.11.2022].
194. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy-debata/badania-ekonomiczne-pracownikow-nbp/saldo-obrotow-biezacych-w-polsce-bliskie-poziomu-strukturalnego/#fullimg1> [dostęp: 15.11.2022].
195. <https://www.forbes.pl/finanse/polskie-obligacje-tracana-wartosci-najszybciej-na-swiecie-to-moze-sie-skonczy/6n8jxv3>, [dostęp: 15.11.2022].
196. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy-debata/badania-ekonomiczne-pracownikow-nbp/saldo-obrotow-biezacych-w-polsce-bliskie-poziomu-strukturalnego/#fullimg1>, [dostęp: 7.11.2022].
197. http://www.nbp.pl/statystyka/Bilans_platniczy/BOP_q.xlsx [dostęp: 15.11.2022].
198. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy-debata/badania-ekonomiczne-pracownikow-nbp/saldo-obrotow-biezacych-w-polsce-bliskie-poziomu-strukturalnego/#fullimg1>, [dostęp: 15.11.2019].
199. <https://www.ure.gov.pl/pl/energia-elektryczna/charakterystyka-rynku/10372,2021.html> [dostęp: 14.10.2022].
200. <https://www.ure.gov.pl/pl/paliwa-gazowe/charakterystyka-rynku/10373,2021.html> [dostęp: 14.10.2022].
201. <https://www.ure.gov.pl/pl/urząd/informacje-ogolne/aktualnosci/10583,Cena-energii-elektrycznej-w-kontraktach-dwustronnych-w-trzecim-kwartale-roku-wyn.html> [dostęp: 25.11.2022].
202. <https://www.ure.gov.pl/pl/urząd/informacje-ogolne/aktualnosci/10661,Rynek-gazu-rosna-kontraktowe-ceny-gazu-ziemnego-sprowadzanego-z-krajow-UE.html> [dostęp: 25.11.2022].
203. <https://www.gov.pl/web/chronimyrozdiny/rzadowa-tarcza-antyinflacyjna> [dostęp: 30.11.2022].
204. <https://www.gov.pl/web/chronimyrozdiny/rzadowa-tarcza-energetyczna> [dostęp: 30.11.2022].
205. <https://www.gov.pl/web/chronimyrozdiny/rzadowa-tarcza-solidarnosciowa> [dostęp: 30.11.2022].
206. <https://ipi.gasstoragepoland.pl/pl/menu/transparency-template/?page=dane-operacyjne/dane-operacyjne/> [dostęp: 4.12.2022].
207. <https://ipi.gasstoragepoland.pl/pl/menu/wiedza/#dlaczego-magazynujemy-gaz> [dostęp: 8.12.2022].
208. <https://biznesalert.pl/merkel-nord-stream-2-inwazja-rosji-na-ukrainie/> [dostęp: 8.12.2022].
209. <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bazowa/bazowa.htm> [dostęp: 14.11.2022].
210. <https://pl.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-streaming-chart> [dostęp: 15.11.2022].
211. <https://pl.investing.com/> [dostęp: 15.11.2022].
212. https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/projekcja_inflacji.html [dostęp: 15.11.2022].
213. <https://forsal.pl/gospodarka/bezrobocie/artykuly/8604731,sliwowski-nie-spodziewamy-sie-radykalnego-wzrostu-bezrobocia-w-2023-r.html> [dostęp: 11.12.2022].
214. <https://pfr.pl/ekspertyzy-ekonomiczne/raport-specjalny-uslugi-w-gospodarce-i-handlu-zagranicznym-polski.html> [dostęp: 11.12.2022].
215. <https://pfr.pl/ekspertyzy-ekonomiczne/przegląd-gospodarek-europejskich-listopad-2022-r.html> [dostęp: 22.11.2022].
216. <https://pie.net.pl/po-unijnym-embargo-na-rope-budżet-rosji-straci-najwazniejsze-zrodlo-przychodow/> [dostęp: 22.11.2022].

Strony www

187. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/macroeconomic-imbalance-procedure_en [dostęp: 18.10.2022].
188. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy-debata/badania-ekonomiczne-pracownikow-nbp/saldo-obrotow-biezacych-w-polsce-bliskie-poziomu-strukturalnego/#fullimg1> [dostęp: 4.11.2022].
189. <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/bilans-obrotow-biezacych;3877640.html> [dostęp: 18.10.2022].
190. <https://businessinsider.com.pl/gospodarka/makroekonomia/bilans-obrotow-biezacych-czym-jest/ycgxcgd> [dostęp: 18.10.2022].
191. http://www.home.umk.pl/~robhuski/get/hz/Jak%20wyj%C5%9B%C4%87%20z%20pu%C5%82apki%20deficytu%20CA%20w%20Polsce_MORAWIECKI_2014.pdf [dostęp: 4.11.2022].

BIBLIOGRAFIA

Akty prawne

217. Ustawa z dnia 6 grudnia 2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju (Dz. U. z 2019 r. poz.1295, z późn. zm.).
218. Ustawa z dnia 10 kwietnia 1997 r. Prawo energetyczne (t.j. Dz. U. z 2022 r. poz. 1385, 1723, 2127, 2243).
219. Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie ustawy – Prawo energetyczne oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2018 r. poz. 2348 z późn. zm.).
220. Obwieszczenie Ministra Klimatu i Środowiska z dnia 02.03. 2021 r. w sprawie polityki energetycznej państwa do 2040 roku (Monitor Polski 2021 r., poz. 264).
221. Uchwała nr 39 Rady Ministrów z dnia 1 marca 2022 r. w sprawie przyjęcia „Polityki Surowcowej Państwa”.
222. Uchwała nr 67 Rady Ministrów z dnia 16 lipca 2019 r. w sprawie przyjęcia „Polityki ekologicznej państwa 2030 – strategii rozwoju w obszarze środowiska i gospodarki wodnej”.

SPIS WYKRESÓW

WYKRES 1. STOPA BEZROBOCIA W POLSCE W OKRESIE OD GRUDNIA 2020 ROKU	22
WYKRES 2. WYKRES CPI W UJĘCIU R/R (ANALOGICZNY MIESIĄC POPRZEDNIEGO ROKU = 100)	38
WYKRES 3. INFLACJA HICP (W % R/R) W KRAJACH UE WE WRZEŚNIU 2022 ROKU	38
WYKRES 4. KSZTAŁTOWANIE SIĘ PODSTAWOWYCH STÓP NBP (W %)	39
WYKRES 5. ZMIANA STAWEK WIBOR I STOPY REFERENCYJNEJ NBP (W %)	39
WYKRES 6. WARTOŚCI GŁÓWNYCH INDEKSÓW GPW W WARSZAWIE (LEWA SKALA) ORAZ CPI (PRAWA SKALA). WARTOŚCI INDEKSÓW NA KONIEC MIESIĄCA W CENACH ZAMKNIĘCIA)	41
WYKRES 7. WARTOŚCI INDEKSÓW S&P 500 I DJIA (LEWA SKALA) ORAZ CPI (PRAWA SKALA). (WARTOŚCI INDEKSÓW NA KONIEC MIESIĄCA W CENACH ZAMKNIĘCIA)	42
WYKRES 8. CENY ZAMKNIĘCIA WYBRANYCH SUROWCÓW (LEWA SKALA) NA TLE AMERYKAŃSKIEGO CPI (PRAWA SKALA)	44
WYKRES 9. RENTOWNOŚCI POLSKICH OBLIGACJI RZĄDOWYCH W OKRESIE LISTOPAD 2012–LISTOPAD 2022 (W %)	47
WYKRES 10. SPREADY 10-LETNICH OBLIGACJI RZĄDOWYCH POLSKI, CZECH, WĘGIER, HISZPANII I PORTUGALII W STOSUNKU DO OBLIGACJI NIEMIEC W OKRESIE LISTOPAD 2012–LISTOPAD 2022 (W PUNKTACH BAZOWYCH)	47
WYKRES 11. RENTOWNOŚCI 10 – LETNICH OBLIGACJI USA (NIEBIESKI) I NIEMIEC (POMARAŃCZOWY) (W %)	48
WYKRES 12. CENA KONTRAKTÓW TERMINOWYCH NA US DOLLAR INDEX	49
WYKRES 13. KURS EUR/PLN NA TLE SKUMULOWANYCH ZMIAN WALUT RYNKÓW WSCHODZĄCYCH	50
WYKRES 14. KURS EUR/USD I USD/PLN	51
WYKRES 15. CPI I JEJ PROJEKCJA DO KOŃCA 2025 ROKU WG NBP (MODEL NECMOD, W %)	52
WYKRES 16. PKB I JEJ PROJEKCJA DO KOŃCA 2025 ROKU WG NBP (MODEL NECMOD, W %)	52
WYKRES 17. DŁUG I DEFICYT SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH W RELACJI DO PKB W LATACH 2001–2021	64
WYKRES 18. DEFICYT, NADWYŻKA W POSZCZEGÓLNYCH PODSEKTORACH FINANSÓW PUBLICZNYCH W POLSCE W LATACH 2001–2021	65
WYKRES 19. POLSKA – SALDO OBROTÓW BIEŻĄCYCH DO PKB	71
WYKRES 20. POLSKA – OBLIGACJE RZĄDOWE 10-LETNIE (RENTOWNOŚĆ W%)	73

SPIS WYKRESÓW

WYKRES 21. UDZIAŁ ROPY Z ROSJI W IMPORCIE OGÓŁEM (W %)	77
WYKRES 22. ZNACZENIE WYBRANYCH KATEGORII GOSPODARCZYCH DLA PROWADZONEJ POLITYKI GOSPODARCZEJ	95
WYKRES 23. ZNACZENIE WYBRANYCH KATEGORII GOSPODARCZYCH JAKO SZANS PROWADZENIA SKUTECZNEJ POLITYKI GOSPODARCZEJ	96
WYKRES 24. ZNACZENIE OBSZARÓW STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ DLA POTENCJALNYCH EFEKTÓW DLA KRAJOWEJ GOSPODARKI	97
WYKRES 25. ZAPOTRZEBOWANIE WYBRANYCH KATEGORII GOSPODARCZYCH DLA KRAJOWEJ GOSPODARKI	98
WYKRES 26. CHARAKTER CZYNNIKÓW WPŁYWAJĄCYCH NA WYBRANE KATEGORIE GOSPODARCE	99
WYKRES 27. SPOŁECZNA AKCEPTACJA POLITYKI GOSPODARCZEJ PROWADZONEJ W DANEJ KATEGORII GOSPODARCZEJ	100
WYKRES 28. OCENA TEZY DOTYCZĄCEJ ISTNIENIA DOROBKU NAUKOWEGO DAJĄCEGO PODSTAWY TEORETYCZNE UMOŻLIWIAJĄCE PROWADZENIE SKUTECZNYCH POLITYK GOSPODARCZYCH W POSZCZEGÓLNYCH OBSZARACH	101
WYKRES 29. OCENA PRESJI SPOŁECZNEJ, POLITYCZNEJ ORAZ GOSPODARCZEJ ZWIĄZANEJ Z OSIĄGNIĘCIEM ODPOWIEDNICH (OCZEKIWANYCH) POZIOMÓW POSZCZEGÓLNYCH WSKAŹNIKÓW EKONOMICZNYCH W POSZCZEGÓLNYCH OBSZARACH	103

SPIS RYSUNKÓW

RYSUNEK 1. ŚREDNIA KWARTALNA CENA ENERGII ELEKTRYCZNEJ W KONTRAKTACH DWUSTRONNYCH ZAWIERANYCH W TRZECICH KWARTAŁACH LAT 2017–2022 ORAZ OD TRZECIEGO KWARTAŁU 2021 ROKU DO TRZECIEGO KWARTAŁU 2022 ROKU [ZŁ/MWH]	81
RYSUNEK 2. ŚREDNIE CENY ZAKUPU GAZU ZIEMNEGO Z ZAGRANICY W TRZECICH KWARTAŁACH LAT 2015–2022 [ZŁ/MWH]	82
RYSUNEK 3. PRODUKCJA ENERGII ELEKTRYCZNEJ W POLSCE W OKRESIE I–IX W LATACH 2021 I 2022 [GWH]	83
RYSUNEK 4. PRODUKCJA ENERGII ELEKTRYCZNEJ WEDŁUG PALIW W POLSCE W OKRESIE I–IX W LATACH 2021 I 2022 [GWH]	84

SPIS TABEL

TABELA 1. ZMIANY WARTOŚCI POSZCZEGÓLNYCH INDEKSÓW GIEŁDOWYCH W PROCENTACH W ROCZNYM I TRZYLETNIM HORYZONCIE CZASOWYM	43
TABELA 2. ZMIANY WARTOŚCI POSZCZEGÓLNYCH SUROWCÓW W PROCENTACH W ROCZNYM I TRZYLETNIM HORYZONCIE CZASOWYM	45
TABELA 3. RENTOWNOŚCI DZIESIĘCIOLETNICH OBLIGACJI SKARBOWYCH DLA WYBRANYCH KRAJÓW ORAZ SPREAD W STOSUNKU DO OBLIGACJI NIEMIECKICH I AMERYKAŃSKICH (DANE NA 15.11.2022)	46
TABELA 4. ROCZNE I TRZYLETNIE ZMIANY KURSÓW WYBRANYCH PAR WALUT	51
TABELA 5. STRUKTURA ZUŻYCIA PALIW PODSTAWOWYCH W ELEKTROENERGETYCE ZAWODOWEJ W POLSCE W OKRESIE I–IX W LATACH 2021–2022 (w %)	84
TABELA 6. PODSTAWOWE INFORMACJE TECHNICZNE O PODZIEMNYCH MAGAZYNACH GAZU ZIEMNEGO (PMG) W POLSCE (DANE GSP Sp. z o.o. NA SEZON 2022/23)	88
TABELA 7. STRUKTURA GENERACJI ENERGII ELEKTRYCZNEJ W POLSCE W 2020 I 2040 ROKU (%)	89



Konrad Raczkowski, profesor nauk ekonomicznych, dyrektor Centrum Gospodarki Światowej i Prorektor ds. finansowych w Uniwersytecie Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie. Laureat Nagrody Prezesa Polskiej Akademii Nauk za wybitne osiągnięcia naukowe w dziedzinie finansów. Był wiceminister finansów. Pełnił funkcje zarządcze, nadzorcze i doradcze w spółkach notowanych na giełdach papierów wartościowych w Warszawie (GPW), Nowym Jorku (NYSE) oraz Londynie (LSE).



Piotr Komorowski, doktor nauk ekonomicznych, zastępca Dyrektora Centrum Gospodarki Światowej, adiunkt w Instytucie Ekonomii i Finansów w Uniwersytecie Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie, kierownik i członek wielu zespołów projektowych, praktyk w obszarze bankowości i biznesu, m.in. w: UBS Wealth Management, Royal Bank of Scotland, czy Bank of America.



Wydawnictwo Naukowe
Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego

