

# 1

## Koszty i efekty pomocy publicznej podczas pandemii COVID-19. Programy UE oraz polskie tarcze antykryzysowe

<https://doi.org/10.18559/978-83-8211-229-0/1>

 Grażyna Ancyparowicz

Akademia Górnośląska im. Wojciecha Korfańtego w Katowicach  
G.Ancyparowicz@gmail.com

### Costs and effects of public aid during the COVID-19 pandemic. EU programmes and Polish anti-crisis shields

#### Abstract

**Purpose:** The aim of this paper is to prove the thesis that the intervention activities of the Polish government and the central bank during the COVID-19 pandemic were necessary to overcome the economic consequences of the COVID-19 crisis.

**Methodology:** The main research method is the monograph and the research techniques include analysis of legal documents and statistical data on public finance.

**Findings:** The interventionism of the EU, combined with the actions of state institutions and NBP, had a positive impact on GDP dynamics and the labour market. Its negative effect was an increase in public debt and the money supply in the banking system. The imbalance between effective demand and effective supply was an important, yet not sole, cause of the persistent inflation of 2021–2023.

**Keywords:** macroeconomics, central bank, inflation, money supply.

**Sugerowane cytowanie:** Ancyparowicz, G. (2024). Koszty i efekty pomocy publicznej podczas pandemii COVID-19. Programy UE oraz polskie tarcze antykryzysowe. W: K. Marchewka-Bartkowiak i K. Waliszewski (red.), *Finanse wobec wyzwań Nowej Gospodarki* (s. 9–29). Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-229-0/1>



Ta książka jest udostępniana na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Użycie nie-komercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 Międzynarodowe

## Wstęp

Celem niniejszego rozdziału jest omówienie działań interwencyjnych Unii Europejskiej, polskiego rządu i banku centralnego na rzecz przeciwdziałania ekonomicznym implikacjom szoku wywołanego rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2. Główna teza badawcza brzmi następująco: rządowe programy interwencyjne, wspierane przez Narodowy Bank Polski, umożliwiły szybki powrót polskiej gospodarki na ścieżkę wzrostu, nie powodując istotnych zaburzeń równowagi makroekonomicznej. Natomiast szok podażowo-popytowy w gospodarce światowej ogarniętej koronakryzysem, wzmocniony głębokimi zaburzeniami cen na rynkach strategicznych surowców i żywności po militarnej inwazji Rosji na Ukrainę, zniweczył wysiłki na rzecz szybkiego powrotu inflacji do referencyjnego poziomu; dotyczy to również polskiego banku centralnego.

Rozdział ma charakter monografii, jednak z uwagi na ograniczenia redakcyjne pominięto wiele istotnych wątków; między innymi zrezygnowano z szerszej prezentacji interwencyjnych programów Komisji Europejskiej czy opisu działań osłonowych polskiego rządu, ograniczając się do sygnalizowania skali i zakresu pomocy publicznej. Materiały źródłowe stanowiły głównie raporty i opracowania analityczne Narodowego Banku Polskiego, Ministerstwa Finansów i Głównego Urzędu Statystycznego, a także dane Eurostatu oraz publikacje i bazy danych Europejskiego Banku Centralnego i czołowych światowych ośrodków analitycznych i opiniotwórczych.

### 1.1. Pomoc publiczna w Unii Europejskiej podczas koronakryzysu

Pierwszy stwierdzony przypadek infekcji wirusem SARS-CoV-2, wywołującym ciężkie powikłania i zgony, oficjalnie odnotowano 17 listopada 2019 roku w miejscowości Wuhan, w prowincji Hubei w środkowych Chinach. Po niespełna czterech miesiącach globalna skala zakażeń była już tak duża, że 11 marca 2020 roku Światowa Organizacja Zdrowia ogłosiła pandemię COVID-19. Dążąc do zahamowania wykładniczo rosnącej liczby zakażonych, niemal wszystkie kraje zamknęły na krótszy lub dłuższy czas granice, co skutkowało zerwaniem globalnych łańcuchów dostaw, podniesieniem marż, kosztów ubezpieczenia i transportu. Wprawdzie moce wytwórcze były wręcz nadmierne z punktu widzenia efektywnego popytu (Kołodko, 2021), ale ograniczenia w ich wykorzystaniu, narzucone nieortodoksyjnymi instrumentami polityki antykryzysowej, spowodowały, że przedsiębiorstwa – ze względu na załamanie przychodów ze sprzedaży towarów i usług – gwałtownie traciły płynność finansową.

Mając na uwadze choćby częściowe złagodzenie negatywnych skutków administracyjnego ograniczenia aktywności gospodarczej, Komisja Europejska w ramach ogólnego systemu wczesnego ostrzegania ARGUS<sup>1</sup> uruchomiła interwencyjne programy chroniące rynek pracy i wyrównujące niedobór płynności przedsiębiorstw o wartości 70 mld euro oraz zezwoliła na poluzowanie unijnych reguł fiskalnych; umożliwiło to krajom członkowskim uruchomienie rządowych pakietów stymulacyjnych, których szacunkowa wartość sięgała około 524 mld euro. Ponadto (mając na uwadze alarmujące prognozy na temat bezrobocia) wprowadziła Instrument Tymczasowego Wsparcia (*Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency* – SURE) o wartości 100 mld euro<sup>2</sup> i rozszerzyła zakres wsparcia z Funduszu Solidarności Unii Europejskiej<sup>3</sup>, tak aby objąć nim nie tylko katastrofy wywołane żywiołami, lecz także poważne stany zagrożenia zdrowia publicznego. W praktyce umożliwiło to zwiększenie w 2020 roku kwoty unijnych inwestycji o 37 mld euro i pozwoliło na wykorzystanie dodatkowych 28 mld euro (uprzednio nieprzydzielonych w perspektywie budżetowej 2014–2020) na projekty realizowane w ramach polityki spójności.

Inicjatywy Komisji Europejskiej wspierał Europejski Bank Centralny, który rozszerzył realizowany od 2015 roku program skupu aktywów (*Asset Purchase Programme* – APP) oraz wprowadził nadzwyczajny program zakupów dłużnych papierów wartościowych (*Pandemic Emergency Purchase Programme* – PEPP) z pulą 1350 mld euro do wykorzystania przez przedsiębiorców aż do momentu zakończenia pandemii (EBC, 2022). Niezależnie od bezpośredniego finansowego wsparcia EBC wprowadził *Enhanced Conditions Credit Line* (ECCL), ułatwiając dostęp do linii kredytowych w ramach Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego

---

<sup>1</sup> Ogólny system szybkiego ostrzegania i reagowania pod nazwą ARGUS został ustanowiony w 2005 roku w celu zwiększenia możliwości Komisji Europejskiej w zakresie szybkiego, skutecznego i spójnego reagowania w sytuacji kryzysowej o charakterze wielosektorowym, bez względu na jej przyczynę, obejmującą kilka dziedzin polityki i wymagającą działania na szczeblu wspólnotowym (KE, 2006).

<sup>2</sup> SURE był to program ochrony pracowników najemnych i osób samozatrudnionych przed ryzykiem bezrobocia i utraty dochodów. Pożyczki udzielane państwom członkowskim w ramach instrumentu SURE opierały się na systemie dobrowolnych gwarancji państw członkowskich. Wkład każdego państwa członkowskiego w ogólną kwotę gwarancji odpowiadał jego względnemu udziałowi w całkowitym dochodzie narodowym brutto (DNB) Unii Europejskiej, na podstawie budżetu UE na rok 2020. Do największych beneficjentów tego programu należały: Włochy (27,4 mld euro), Hiszpania (21,3 mld euro), Polska (9,7 mld euro), Belgia (8,2 mld euro). Portugalia, Grecja i Rumunia uzyskały wsparcie rządu około 5 mld euro, Irlandia, Czechy po około 2 mld euro, pozostałe kraje od 1 mld do kilkuset milionów euro (KE, 2022).

<sup>3</sup> Chodzi o Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 661/2014 z dnia 15 maja 2014 roku zmieniające rozporządzenie Rady (WE) nr 2012/2002 ustanawiające Fundusz Solidarności Unii Europejskiej. Z funduszu tego – nieobjętego budżetem UE – można co roku udostępnić do 500 mln euro (w cenach z 2011 roku), plus niewykorzystane środki z poprzedniego roku, na uzupełnienie wydatków publicznych ponoszonych przez zainteresowane państwo lub państwa członkowskie w związku z prowadzeniem działań nadzwyczajnych.

i Europejskiego Mechanizmu Stabilności. Małe i średnie przedsiębiorstwa mogły liczyć na pomoc Ogólnoeuropejskiego Funduszu Gwarancyjnego, na który Europejski Bank Inwestycyjny wyasygnował w 2020 roku 25 mld euro; szacuje się, że pozwoli to zmobilizować w najbliższych latach do 200 mld euro (1,4% PKB UE) dodatkowych środków. Niezależnie od tych instrumentów dla krajów strefy euro, które po kryzysie greckim miały problemy finansowe, przeznaczono dodatkowo 200 mld euro w ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilności<sup>4</sup>. Jednak największą pomoc, szacowaną na ponad 2555 mld euro, stanowiły pakiety płynnościowe dla firm, na które kraje członkowskie UE pozyskiwały środki głównie z emisji długu publicznego (PIE, 2022, s. 25). Oprócz działań łagodzących skutki koronakryzysu w bliskiej perspektywie czasowej Komisja Europejska przygotowała zakrojony na wiele lat pakiet rozwiązań zwiększających odporność europejskiej gospodarki na różnego rodzaju szoki w ramach ogólnej polityki budżetowej, jak też spektakularnych, wcześniej niestosowanych instrumentów (tabela 1.1).

**Tabela 1.1. Preliminarz wykorzystania środków Wieloletnich Ram Finansowych wraz z NGEU**

Wyszczególnienie	2021–2027		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	w mln euro	w %	w mln euro, ceny z 2018 roku						
Ogółem	1 074 300	100,0	154 049	153 254	152 848	152 750	152 896	153 390	155 113
Jednolity rynek innowacyjny i cyfrowy	132 781	12,4	19 712	19 666	19 133	18 633	18 518	18 646	18 473
Spójność, odporność, wartości	377 768	35,2	49 741	51 101	52 194	53 954	55 182	56 787	58 809
Zasoby naturalne i środowisko	356 374	33,2	55 242	52 214	51 489	50 617	49 719	48 932	48 161
Migracja, zarządzanie granicami	22 671	2,1	2 324	2 811	3 164	3 282	3 672	3 682	3 736
Bezpieczeństwo i obrona	13 185	1,2	1 700	1 725	1 737	1 754	1 928	2 078	2 263
Sąsiedztwo i świat	98 419	9,2	15 309	15 522	14 789	14 056	13 323	12 592	12 828
Administracja UE	73 102	6,8	10 021	10 215	10 342	10 454	10 554	10 673	10 843

Źródło: (KE, 2021, s. 53).

<sup>4</sup> Europejski Mechanizm Stabilności (ESM) jest częścią strategii UE mającej na celu ochronę stabilności finansowej w strefie euro; zapewnia pomoc finansową krajom tej strefy, jeśli mają one problemy z płynnością finansową lub są nimi zagrożone (ESM & EFSF Legal Documents).

Niezależnie od ogromnego wsparcia na szczelbu Rady i Komisji Europejskiej kraje członkowskie Unii Europejskiej udzielały przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym pomocy publicznej z własnych środków, pozyskanych głównie z emisji obligacji skarbowych. Finansowy wysiłek związany z łagodzeniem skutków koronakryzysu był ogromny, toteż niemal we wszystkich państwach członkowskich Unii Europejskiej pojawił się deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (*general government*), a dług publiczny rósł szybciej niż PKB; dopiero po przełamaniu recesji ten trend został zahamowany<sup>5</sup>. Obok wzrostu długu publicznego, wygenerowanego głównie w związku z rządowymi działaniami osłonowymi realnej sfery gospodarki<sup>6</sup>, w latach 2020–2021 szybko rosło zadłużenie niefinansowego sektora prywatnego (tabela 1.2).

Wiele firm musiało sięgnąć po kredyty obrotowe i rewolwingowe, aby zaspokoić bieżące potrzeby finansowe, toteż w niektórych państwach UE zadłużenie podmiotów prywatnych sektora niefinansowego osiągnęło niebezpiecznie wysoki poziom; z informacji przekazywanej europejskim organom nadzoru finansowego wynika, że zwiększyła się liczba kredytów zagrożonych, głównie w grupie małych i średnich przedsiębiorstw<sup>7</sup> (Eurofi, 2022). Pomoc publiczna nie tylko ratowała zagrożone

<sup>5</sup> Komisja Europejska oczekiwała, że 10-procentowe prefinansowanie dotacji ze środków Instrumentu Wspierania Odbudowy i Odporności (*Recovery and Resilience Facility* – RRF) poprawi wynik sektora *general government* w krajach najbardziej zadłużonych. Istotnie po uruchomieniu tych środków w połowie 2021 roku dług publiczny w strefie euro zmniejszył się z 97,2% w 2020 roku do 95,6% w 2021 roku, w całej zaś UE z 90,0% do 88,1%. Na podstawie zagregowanych wielkości trudno oszacować, czy i jaki wpływ wywarły dotacje z RRF na wzrost PKB, a jaki ograniczenie emisji długu w krajach członkowskich.

<sup>6</sup> W 2020 roku – najtrudniejszym pod względem społecznego i gospodarczego wymiaru pandemii COVID-19 – kraje Unii Europejskiej (27) wraz z Wielką Brytanią wydały na pakiety ratunkowe 636,5 mld euro. Na pierwszym miejscu uplasowały się Niemcy (63,7 mld euro), na drugim – Wielka Brytania (45,3 mld euro), na trzecim – Włochy (29,6 mld euro), kolejne miejsca zajęły: Francja (29,6 mld euro), Hiszpania (5,7 mld euro). W ujęciu względnym największe obciążenie kosztami pomocy publicznej w relacji do PKB wykazała Polska (3,8%), Grecja (3,6%), Malta (3,6%), Słowenia (2,5%), Węgry (2,1%) i Niemcy (1,9%). W pozostałych krajach Unii Europejskiej pomoc publiczna w stosunku do PKB nie przekraczała 1%. W większości państw środki pomocowe stanowiły mniej więcej połowę spadku wartości PKB, jednak w niektórych państwach (między innymi we Francji, w Polsce, Niemczech, Holandii i Bułgarii) nominalna kwota wsparcia była większa od nominalnej kwoty spadku PKB w okresie recesji. W 2021 roku, gdy zagrożenie pandemiczne się zmniejszyło, całkowita suma pomocy publicznej obniżyła się do 405,5 mld euro, w tym na Niemcy przypadło 95,2 mld euro, na Włochy 91,4 mld euro, na Hiszpanię 81,3 mld euro, na Francję 53,4 mld euro, Holandię 30,7 mld euro. Największe względne obciążenia postcovidową pomocą w relacji do wypracowanego w 2021 roku produktu krajowego brutto wykazały: Malta i Grecja (po około 2,5%), Austria (2,2%), Słowenia (2%), Lotwa i Słowacja (po około 1,9%) oraz Niemcy (1,8%); w pozostałych krajach pomoc ta stanowiła niewielki promil PKB (KE, 2022, s. 37–41, 2023, s. 37–38).

<sup>7</sup> Gdyby istotnie utrzymywały się przez czas dłuższy trudności ze spłatą zadłużenia, to pogorszyłyby się również bilanse banków, co w perspektywie budżetowej 2021–2027 wpływałoby negatywnie na kredytowanie prywatnych inwestycji rozwojowych. Jednak – w ocenie Komisji Europejskiej – ryzyko to nie powinno się zmaterializować w najbliższych latach, ponieważ rekomendacje organów nadzoru

**Tabela 1.2. Zadłużenie sektora publicznego i prywatnego krajów UE w okresie poprzedzającym pandemię i podczas kryzysu pandemicznego (w % PKB)**

Kraj	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
	Sektor publiczny (general government)								Niefinansowy sektor prywatny*			
	Deficyt lub nadwyżka				Zadłużenie po konsolidacji							
Austria	0,6	-8,0	-5,8	-3,2	97,6	112,0	109,1	105,1	62,4	64,9	66,6	.
Belgia	-2,0	-9,0	-5,5	-3,9	20,0	24,5	23,9	22,9	105,0	103,2	95,7	89,8
Bułgaria	2,1	-3,8	-3,9	-2,8	30,0	37,7	42,0	44,1	65,0	65,7	58,3	.
Chorwacja	0,2	-7,3	-2,5	0,4	33,7	42,2	36,7	30,1	50,4	55,6	48,9	46,7
Cypr	1,3	-5,8	-2,0	2,1	59,6	68,7	69,3	66,3	179,0	179,9	165,0	.
Czechy	0,3	-5,8	-5,1	-3,6	8,5	18,5	17,6	18,4	41,0	42,1	40,3	39,6
Dania	4,1	0,2	3,6	3,3	57,0	58,4	55,4	44,7	103,5	101,9	104,0	93,3
Estonia	0,1	-5,5	-2,4	-0,9	180,6	206,3	194,6	171,3	56,2	56,9	54,0	.
Finlandia	-0,9	-5,6	-2,8	-0,9	98,2	120,4	118,3	113,2	67,5	69,7	68,5	.
Francja	-3,1	-9,0	-6,5	-4,7	97,4	114,6	112,9	111,6	63,8	73,9	71,1	73,5
Grecja	0,9	-9,7	-7,1	-2,3	71,0	87,0	78,4	68,4	53,9	64,7	62,7	51,9
Hiszpania	-3,1	-10,1	-6,9	-4,8	134,1	154,9	149,9	144,4	63,1	73,9	69,3	63,6
Irlandia	0,5	-5,0	-1,6	1,6	90,8	113,8	101,2	86,5	162,1	136,5	119,6	.
Litwa	0,5	-6,5	-1,2	-0,6	36,5	42,0	43,7	40,8	29,8	27,0	26,5	.
Luksemburg	2,2	-3,4	0,7	0,2	35,8	46,3	43,7	38,4	197,6	209,1	238,9	.
Łotwa	-0,6	-4,4	-7,1	-4,4	22,4	24,5	24,5	24,6	44,8	43,4	37,2	.
Malta	0,5	-9,7	-7,8	-5,8	65,3	79,3	76,6	73,3	68,7	76,9	70,4	.
Niderlandy	1,8	-3,7	-2,4	0,0	40,3	52,9	55,1	53,4	114,6	111,6	109,3	103,5
Niemcy	1,5	-4,3	-3,7	-2,6	48,5	54,7	52,5	51,0	53,6	57,3	56,9	.
Polska	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	70,6	82,9	82,3	78,4	36,9	38,6	36,3	34,6
Portugalia	0,1	-5,8	-2,9	-0,4	45,7	57,2	53,6	49,1	73,0	78,7	74,6	66,6
Rumunia	-4,3	-9,2	-7,1	-6,2	116,6	134,9	125,4	113,9	31,1	31,6	31,7	29,8
Słowacja	-1,2	-5,4	-5,4	-2,0	35,1	46,9	48,6	47,3	41,6	43,5	41,6	42,4
Słowenia	0,7	-7,7	-4,6	-3,0	65,4	79,6	74,5	69,9	40,4	40,5	39,0	.
Szwecja	0,6	-2,8	0,0	0,7	48,0	58,9	61,0	57,8	84,2	90,7	94,0	.
Węgry	-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	64,9	74,7	72,6	73,0	47,3	52,8	54,3	.
Włochy	-1,5	-9,7	-9,0	-8,0	35,5	39,8	36,5	33,0	56,9	64,5	60,8	-

\* Zadłużenie sektora niefinansowego nie obejmuje zobowiązań z tytułu emisji papierów dłużnych

Źródło: Eurostat.

wydane w okresie pandemii skutkowały zawieszeniem wypłaty dywidend i tymczasowym złagodzeniem norm ostrożnościowych; odciążało to banki oraz pozwoliło im podnieść kapitały własne. „Dzięki wysokim współczynnikom kapitałowym i mocnym zabezpieczeniom przed utratą płynności będą w stanie udzielać prywatnym podmiotom kredytów w skali adekwatnej do ich potrzeb” (KE, 2021).

miejsca pracy, ale także miała znaczenie dla podtrzymywania rentowności przedsiębiorstw. Według danych Eurostatu dostępnych 17 lutego 2023 roku, w czwartym kwartale 2020 roku, wyższy niż przed rokiem wynik finansowy (w ujęciu zagregowanym) wykazały przedsiębiorstwa w dziewięciu krajach o rekordowo wysokich państwowych dotacjach do produkcji; najlepsze wyniki miały firmy austriackie (+10,2%) i niderlandzkie (+7,5%). Równocześnie w 10 państwach odnotowało spadek nadwyżki operacyjnej brutto przedsiębiorstw w ujęciu rocznym; największy regres dotyczył przedsiębiorstw greckich (-18,8%) i hiszpańskich (-14,2%).

Zespół do spraw Wspierania Zarządzania Gospodarczego (EGOV) działający w strukturach Parlamentu Europejskiego w opublikowanym w sierpniu 2021 roku raporcie stwierdził, że unijne środki pomocowe (dotychczas wykorzystywane głównie na rekompensatę strat poniesionych w okresie obowiązywania restrykcyjnych przepisów sanitarnych, a nie na cele rozwojowe) zapobiegły pogorszeniu się makroekonomicznej równowagi większości gospodarek krajów członkowskich, ale nie zapobiegły recesji<sup>8</sup>. Jedną z istotnych przyczyn niskiej ekonomicznej odporności strefy euro na kryzys pandemiczny było to, że „inwestycje publiczne spadły poniżej poziomu niezbędnego do utrzymania stabilnego udziału kapitału publicznego w PKB” (PE, 2021). Inne bariery spowalniające wzrost unijnej gospodarki to: brak rąk do pracy z powodu szybko starzejącego się społeczeństwa; słaby wzrost wydajności pracy; opóźnienie w procesie transformacji cyfrowej w stosunku do Stanów Zjednoczonych i Chin; wysokie społeczno-gospodarcze koszty zmiany klimatu; pogłębiające się nierówności majątkowe i wynikające stąd różnice terytorialne w państwach członkowskich i między nimi.

Po agresji Rosji na Ukrainę<sup>9</sup> pojawiło się nowe wyzwanie: „zaledwie rok temu naszymi największymi zmartwieniami były kryzys społeczno-gospodarczy odczu-

---

<sup>8</sup> W 2020 roku unijny PKB obniżył się w stosunku do 2019 roku aż o 5,7% (w strefie euro o 6,1%) wobec spadku światowego PKB tylko o 3,1%. W 2021 roku unijna gospodarka powróciła na ścieżkę wzrostu, ale – przede wszystkim z uwagi na trudną sytuację krajów śródziemnomorskich – nie w pełni odrobiła straty z roku poprzedniego; dynamika PKB wyniosła 5,4% (w strefie euro PKB 5,3%), w tym samym roku gospodarka światowa wzrosła o 6,0%. Dopiero w 2022 roku, gdy po inwazji Rosji na Ukrainę rozwój gospodarki światowej spowolniły gwałtownie rosnące ceny energii i żywności, dynamiki unijnego i globalnego PKB były zbliżone (odpowiednio 3,5% i 3,1%).

<sup>9</sup> Bezpośrednim skutkiem rosyjskiej inwazji na Ukrainę, rozpoczętej 24 lutego 2022 roku, był gwałtowny wzrost cen złota, ropy naftowej i gazu ziemnego oraz straty na giełdzie; inwestorzy na całym świecie szukali bezpiecznego schronienia w obligacjach, dolarze, jenie japońskim i złocie. Stany Zjednoczone, Unia Europejska i kraje G7 potępiły rosyjską inwazję i rozpoczęły nakładanie sankcji na rosyjską gospodarkę oraz prominentnych przedsiębiorców i przedstawicieli rządu, a rząd niemiecki zawiesił proces zatwierdzania budowy gazociągu Nord Stream 2 z Rosji. Gospodarcze skutki pandemii i wojny w Ukrainie monitoruje z ramienia ONZ zespół ekspertów – Global Crisis Response Group; według ich szacunków pandemia COVID-19 obniżyła (w stosunku do kontrfaktycznego scenariusza) tempo wzrostu światowego PKB o 5 pkt proc., a wojna w Ukrainie spowolniła to tempo dodatkowo o 1 pkt. proc. Na koniec trzeciego kwartału 2022 roku światowe ceny żywności były wyższe niż w styczniu 2020 roku o 50%, przy czym w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 2022

wany skutek pandemii COVID-19, a także nierówności społeczne, które mogły powstawać z powodu zmiany klimatu i transformacji cyfrowej. Teraz, w 2023 roku, musimy dodać do tej listy kontekst społeczno-gospodarczy obserwowany w Europie, gdzie większości rodzin nie tylko nie stać na opłacenie rachunków za gaz i prąd, ale muszą one wybierać między nakarmieniem rodziny a ogrzaniem domu. Ponadto wzrost inflacji oraz wzrost cen żywności i energii wpływa na grupy szczególnie wrażliwe, co z kolei pogłębia nierówności i ubóstwo, zwłaszcza ubóstwo energetyczne. Co więcej, tempo wzrostu płac nie dorównuje tempu wzrostu inflacji, w związku z czym ubóstwo pracujących nasila się w takim stopniu, że osoby pracujące mają mniejszą siłę nabywczą, a ich warunki życia ulegają pogorszeniu<sup>10</sup> (PE, 2023).

## 1.2. Nakłady finansowe na tarcze antykryzysowe

Tarcze finansowe to pakiety rozwiązań przygotowanych przez polski rząd w celu ochrony państwa, podmiotów gospodarczych i obywateli przed kryzysem wywołanym pandemią koronawirusa; pakiet ten obejmuje zarówno faktycznie wydatkowane kwoty, jak i utracone dochody. Składa się z pięciu filarów: ochrona miejsc pracy i bezpieczeństwa pracowników; finansowanie przedsiębiorców, ochrona zdrowia, wzmocnienie systemu finansowego, inwestycja publiczna. Przeznaczono na te cele dodatkowe środki pochodzące głównie z emisji obligacji w kwocie 312 mld zł, z tego na ochronę zdrowia 7,5 mld zł; bezpieczeństwo pracowników 30,0 mld zł; program inwestycji publicznych 30,0 mld zł; wzmocnienie systemu finansowego 70,3 mld zł; finansowanie przedsiębiorców 70,2 mld zł; pomoc dla małych i średnich przedsiębiorstw 100 mld zł. Kwota ta jest znacznie wyższa od sumy już wydatkowanych środków na tarcze antycovidowe (197,6 mld zł w latach 2020–2023), obejmuje bowiem także projekty rozwojowe w trakcie realizacji<sup>11</sup>.

---

roku ceny pszenicy wzrosły aż o 20%; a ceny nawozów o niemal 6%. W sierpniu 2022 roku ceny ropy naftowej były wyższe niż w styczniu tego samego roku o 33%, koszty transportu morskiego o 23%, co w istotnym stopniu wzmocniło trend inflacyjny (UNCTAD, 2022, s. 15). Należałoby dodać, że jesienią 2022 roku trend wzrostowy cen osłabł, ale ceny strategicznych surowców (zwłaszcza ropy) nie wróciły do poziomu sprzed pandemii, a na rynku żywności umocniła się tendencja zwykła, nie tylko z powodu przedłużającego się konfliktu zbrojnego w Ukrainie, lecz także z innych przyczyn (klimatycznych, epidemii wśród zwierząt, nieurodzaju).

<sup>10</sup> Przywołane wyżej stanowisko Parlamentu Europejskiego w kwestii polityki społecznej jest istotne, bo ułatwiło krajom członkowskim UE podjęcie działań osłonowych adresowanych głównie do gospodarstw domowych, ale także do małych i średnich firm w okresie podwyższonej inflacji.

<sup>11</sup> Według przekazanej przez GUS (2021a, 2022a, 2023b) do Eurostatu notyfikacji fiskalnej, wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych nakierowane na powstrzymanie zdrowotnych skutków stanu epidemii COVID-19, walkę z tymi skutkami oraz na wsparcie najbardziej dotkniętych koronakryzysem podmiotów gospodarczych były najwyższe w 2020 roku (103,3 mld zł), gdy zakła-



**Tabela 1.3. Podmioty gospodarcze (bez podmiotów prowadzących wyłącznie gospodarstwa rolne) zarejestrowane w rejestrze REGON; stan na 31 grudnia 2022 roku**

Wyszczególnienie	Ogółem	0–9 etatów		Podmioty prowadzone przez osoby fizyczne		
		razem	0–9 etatów	razem	0–9 etatów	
	w tys.	udział (%)	w tys.	udział (%)		
Ogółem	4995	4831	96,7	3557	3524	99,1
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	71	69	96,1	56	55	99,1
Górnictwo i wydobywanie	4	4	89,2	2	2	97,3
Przetwórstwo przemysłowe	400	370	92,6	301	292	97,3
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	15	15	96,3	2	2	98,6
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	14	12	83,6	7	7	97,8
Budownictwo	699	683	97,7	591	585	98,9
Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	1006	980	97,4	752	745	99,0
Transport i gospodarka magazynowa	290	284	97,9	244	241	99,1
Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	161	156	96,5	117	115	98,3
Informacja i komunikacja	257	255	98,9	204	204	99,8
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	123	122	98,6	97	97	99,8
Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	293	288	98,5	53	52	98,7
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	536	529	98,7	421	419	99,6
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	174	169	97,1	127	126	98,8
Administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe zabezpieczenia społeczne	27	21	77,7	0	0	99,3
Edukacja	172	142	82,6	99	98	99,2
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	293	285	97,0	262	261	99,6
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	90	86	96,0	44	43	99,6
Pozostała działalność usługowa	340	335	98,5	175	174	99,7

Źródło: (GUS, 2021a, 2022a, 2023b).

Tarcze kryzysowe były niezbędne, bo ustawa z 2 marca 2020 roku o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, dopuszczała administracyjny zakaz prowadzenia działalności gospodarczej (*lockdown*) w przypadkach zagrażających rozprzestrzenianiem się koronawirusa; oznaczało to brak wpływów ze sprzedaży w branżach, których przedmiot działalności wymagał bliskiego kontaktu z osobami fizycznymi. W dramatycznym położeniu znalazły się miliony małych podmiotów gospodarczych prowadzonych przez osoby fizyczne (tabela 1.3), toteż do nich w pierwszej kolejności adresowana była pomoc udzielana w trybie *de minimis*. Sytuacja większych firm też była trudna, gdyż wejście w życie rygorystycznych przepisów sanitarnych dokonało się w spadkowej fazie cyklu koniunkturalnego; wprawdzie nie miały one wtedy większych problemów z płynnością finansową i zdolnością do obsługi zadłużenia, lecz wyraźnie pogorszyły się prognozy: popytu, inwestycji, eksportu oraz ogólnej sytuacji ekonomicznej (GUS, 2022b; NBP, 2020b). Duże przedsiębiorstwa również oczekiwały pomocy publicznej w związku z koronakryzysem, choć pomoc ta musiała być odroczone w czasie ze względu na konieczność uzyskania akceptacji przez Komisję

**Tabela 1.4. Kwota wsparcia udzielonego przedsiębiorcom ze środków publicznych w celu złagodzenia skutków restrykcji sanitarnych w najtrudniejszym okresie pandemii (w mld zł)**

Źródło finansowania	Ogółem	2020				2021		
		razem II–IV kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	razem 01.01–30.07	I kwartał	01.04–30.07
Ogółem	137,7	117,4	92,5	16,3	8,6	20,3	8,7	11,6
FPC	31,0	22,1	16,6	0,4	5,1	8,9	4,3	4,6
FPC&FP	6,5	5,4	3,4	1,6	0,4	1,1	0,5	0,6
FPC&UE	26,3	18,2	9,5	7,5	1,2	8,1	3,0	5,1
FPC&FP	9,3	9,3	8,2	1,1	0,1	-	-	-
PFR dla małych firm	60,7	60,7	54,8	5,7	0,2	0,1	bd	bd
PFR dla dużych firm	3,7	1,6	0,0	0,0	1,6	2,1	0,8	1,3
ARP SA	0,2	0,1	bd	bd	bd	0,1	bd	bd
Gwarancje BGK	93,9	55,3	13,4	18,5	23,4	38,6	14,2	24,4

\* Legenda: W tabeli ujęto środki pomocowe (zwrotne i bezzwrotne pochodzące z funduszy publicznych) faktycznie uruchomione od 1 kwietnia 2020 roku do 30 lipca 2021 roku; dane dotyczące gwarancji BGK wydzielono, ze względu na pośredni charakter tego wsparcia.

Źródło: na podstawie materiałów wewnętrznych NBP.

dano specjalistyczne szpitale i ratowano małe przedsiębiorstwa. W następnych latach wydatki te się zmniejszyły (w 2021 roku wyniosły 71,7 mld zł, w 2022 roku 22,6 mld zł).

Europejską. W tej sytuacji tylko część środków przeznaczonych na finansowanie tarcz antycovidowych w sektorze przedsiębiorstw została wykorzystana w okresie nasilonych restrykcji sanitarnych (tabela 1.4).

Pomoc przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym pochodziła z emisji obligacji skarbowych, obligacji Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR), ponadto niektóre świadczenia na rzecz osób fizycznych sfinansowały podmioty sektora publicznego (Fundusz Ubezpieczeń Społecznych, Fundusz Pracy, Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych, Agencja Rozwoju Przemysłu). Jednakże główną rolę w finansowaniu pomocy publicznej (początkowo tylko w związku z pandemią, później także w zakresie niektórych programów społecznych łagodzących skutki wzrostu cen nośników energii i podwyższonej inflacji) odegrał utworzony na podstawie art. 65 ust. 1 wyżej przywołanej ustawy Fundusz Przeciwdziałania Covid (FPC)<sup>12</sup>. Niezależnie od rządowych dotacji, subwencji i udzielanych na preferencyjnych warunkach kredytów i pożyczek przedsiębiorcy mogli skorzystać z ułatwionego dostępu do kredytu komercyjnego dzięki gwarancjom Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK) oraz uruchomieniu przez NBP kredytu wekslowego.

Bezprecedensowo duża – w polskich warunkach – pomoc rządowa nie zapobiegła recesji, ale była ona w Polsce stosunkowo płytka i krótkotrwała. W 2020 roku nasz PKB obniżył się tylko o 2%, w roku następnym wartość tego wskaźnika wyniosła 6,9% i była realnie wyższa o 1,4% niż przed pandemią, co oznacza, że odrobiliśmy z nawiązką straty po koronakryzysie. Wysoką dynamikę polskiego PKB odnotowano także w 2022 roku pomimo nader niekorzystnych dla rozwoju ekonomicznego zdarzeń: wojny u wschodniej granicy, braku rekompensaty za wydatki na pomoc humanitarną i wojskową dla Ukrainy, blokady należnych nam środków z programu *New Generation* czy strat naszych firm z tytułu sankcji ekonomicznych nałożonych na reżim Putina i jego popleczników. O szybkim powrocie naszej gospodarki na ścieżkę wzrostu po koronakryzysie zdecydowały – obok interwencyjnych działań rządu wspieranych przez Narodowy Bank Polski<sup>13</sup> – jej strukturalne cechy: wysoki

<sup>12</sup> FPC powstał jako fundusz celowy; jego dysponentem jest prezes Rady Ministrów, ale obsługę bankową prowadzi BGK na zasadach określonych z dysponentem tego funduszu. Status Funduszu jest w swej konstrukcji prawnej zbliżony do państwowych funduszy celowych, nie stanowi hybrydowej formy organizacyjno-prawnej. Daje to dużą elastyczność w dysponowaniu środkami Funduszu, ale dyskrecjonalne podejmowanie decyzji utrudnia kontrolę nad zarządzaniem finansami państwa, na co zwraca uwagę zarówno środowisko naukowe, jak i praktycy (w szczególności kontrolerzy działający z ramienia NIK). Należy zatem spodziewać się rychłej zmiany statusu prawnego FPC.

<sup>13</sup> Szeffowa Międzynarodowego Funduszu Walutowego Kristalina Georgieva, komentując w radiu RMF FM informacje na temat zdrowotnych i ekonomicznych następstw pandemii, stwierdziła: „Polska należy do krajów, które potrafiły skutecznie zarządzać sytuacją kryzysową, bo podjęła odpowiednie kroki tak szybko, jak było to konieczne. Niezwłocznie wprowadziła środki przeciwko rozprzestrzenianiu się choroby, dzięki czemu nie miała tak wysokiego wskaźnika śmiertelności jak inne kraje Europy. Polska gospodarka była silna przed kryzysem, a dzięki harmonijnej współpracy rządu i banku centralnego wykorzystwała narzędzia finansowe o wartości prawie 5% PKB, dzięki czemu nie doświadczyła tak silnej recesji jak inne kraje europejskie”.

udział małych i średnich przedsiębiorstw, które szybko dostosowały się do zmian w ich otoczeniu oraz dominujący udział w tworzeniu PKB przemysłu i budownictwa – branż stosunkowo odpornych na ograniczenia pandemiczne<sup>14</sup>.

Trudną do przecenienia rolę promotora wzrostu ekonomicznego – o czym rzadko się wspomina<sup>15</sup> – odegrała także realizowana od 2016 roku polityka społeczna. Polityka ta wykreowała dodatkowy popyt konsumpcyjny wcześniej upośledzonych ekonomicznie grup społecznych, a tym samym pozytywnie oddziaływała na dynamikę PKB<sup>16</sup>. Zmniejszenie populacji osób marginalizowanych, żyjących na granicy minimum socjalnego, jakie nastąpiło w latach 2015–2022, skutkowało zmniejszeniem rozpiętości między dochodami osób ubogich i osób względnie dobrze sytuowanych<sup>17</sup>. Ta tendencja występuje nie tylko w Polsce, ale także w innych demokratycznych krajach o gospodarce rynkowej (BCG, 2023; McKinsey, 2023).

**Tabela 1.5. Przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny i przeciętne miesięczne wydatki na jedną osobę w gospodarstwie domowym (w zł)**

Rok	Dochód	Wydatki					Dochód	Wydatki
		ogółem	żywność i napoje	utrzymanie mieszkania	nośniki energii	transport	2015 = 100	
2015	1 386	1 091	262	219	124	96	100,0	100,0
2016	1 475	1 132	273	221	122	98	106,4	103,7
2017	1 598	1 176	286	230	125	102	115,3	107,8
2018	1 693	1 187	295	217	123	124	122,2	108,8
2019	1 819	1 252	314	225	123	121	131,2	114,7
2020	1 919	1 210	335	227	124	107	138,5	110,8
2021	2 020	1 281	340	242	140	121	145,7	117,4
2022	2 250	1 475	394	281	168	144	162,3	135,2

Źródło: dane z GUS.

<sup>14</sup> W 2019 roku w strukturze tworzenia polskiego PKB udział przemysłu wyniósł 21,7%; budownictwa – 6,3%; handlu 15,5%; transportu i gospodarki magazynowej 6,2%; działalność pozostałych sekcji nie przekraczała 5%, przy czym udział najdłużej objętych restrykcjami sekcji „Zakwaterowanie i gastronomia” wyniósł 1,2%, a sekcji „Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją” – 0,6% (RS, 2020, tabl. 9 (569)).

<sup>15</sup> Duże kontrowersje (zwłaszcza wśród przedsiębiorców) wywoływał między innymi szybki wzrost minimalnej płacy, zerowa stawka PIT dla osób do 26 roku życia, reforma podatkowa w ramach Polskiego Ładu (Maczalska, 2021; Memorandum, 2021; Modzelewski, 2022).

<sup>16</sup> W analizowanym okresie korelacja między dynamiką spożycia gospodarstw domowych a dynamiką popytu krajowego i dynamiką PKB wyniosła 0,99.

<sup>17</sup> Do takiego wniosku prowadzą między innymi następujące wskaźniki publikowane przez GUS (2023a, s. 15): wzrost udziału mediany w relacji do przeciętnego ekwiwalentnego dochodu do dyspozycji z 84,1% w 2008 roku do 90,5% w 2022 roku; spadek wartości współczynnika Giniego z 30,6 w 2015 roku do 26,8 w 2022 roku; obniżenie z 4,9 do 4,0 wskaźnika zróżnicowania kwintylowego dochodów S80/S20.

Wzrost rozporządzalnych dochodów gospodarstw domowych i bardziej równomierny ich rozkład – wbrew obiegowym opiniom – nie tworzył presji inflacyjnej, dochody te bowiem rosły szybciej niż wydatki; innymi słowy, były akumulowane w postaci oszczędności na rachunkach bankowych lub w formie gotówki (tabela 1.5).

Rosnące wydatki budżetowe na świadczenia dla ludności nie zrujnowały równowagi sektora finansów publicznych, jako że środki wydatkowane na transfery na społeczne<sup>18</sup> w znacznej części wracały do sektora finansów publicznych albo bezpośrednio – jako wpływy podatkowe, albo pośrednio – poprzez wpływ popytu krajowego na rentowność przedsiębiorstw, rynek pracy i koniunkturę (tabela 1.6).

**Tabela 1.6. Dochody, wydatki i wynik sektora finansów publicznych**

Wyszczególnienie	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>w mld zł</b>								
Dochody sektora finansów publicznych (ESA 2020)	696	722	792	876	941	966	1112	1225
Dochody budżetu państwa	289	315	349	380	401	420	495	505
Podatki pośrednie, w tym:	187	192	225	247	253	256	292	310
PTU	123	127	157	175	181	185	216	230
PIT	45	48	53	60	65	64	76	68
CIT	26	26	30	35	40	64	52	70
Wydatki sektora finansów publicznych	742	766	821	881	958	1128	1160	1340
Wydatki budżetu państwa	332	360	374	390	414	505	521	517
Obowiązkowe ubezpieczenia społeczne	82	85	78	77	88	89	79	86
Pomoc społeczna (razem działy 852 + 853)	19	39	9	9	10	33	20	12
Rodzina	0	0	39	40	49	59	59	63
Wynik budżetu państwa	-43	-45	-25	-10	-13	-85	-26	-12
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	-46	-44	-29	-5	-17	-162	-48	-115

Źródło: MF, wykonanie ustawy budżetowej; na podstawie komunikatów GUS z lat 2015–2023).

W 2022 roku dochody sektora finansów publicznych były o 76% wyższe niż w 2016 roku, przy czym wpływ z podatków pośrednich wzrosły o 66%, z podatku od dochodów osób fizycznych o 51%, z podatku od korporacji aż o 170%, a transfery na rzecz gospodarstw domowych tylko o 61%. Budżet państwa, przejmując na siebie wydatki na rzecz poprawy położenia materialnego rodzin wychowujących dzieci, seniorów i osób niepełnosprawnych, odciążył – postawione na pierwszej linii walki z ubóstwem – samorządy lokalne. Zmiana paradygmatu polityki społecznej

<sup>18</sup> Transfery te obejmują wydatki w działach 852, 853 i 855 klasyfikacji budżetowej.

pozwoliła zmniejszyć z około 2,8 mln do 1,4 mln populację osób objętych pomocą społeczną, co odciążało budżety samorządu terytorialnego; udział wydatków na ten cel obniżył się w gminach z 16% w 2015 roku do niespełna 5% w 2022 roku, w miastach na prawach powiatów z około 11% do 5%, w powiatach z 15% do około 10%.

### 1.3. Akomodacyjna polityka pieniężna w latach 2020–2023

Następstwem programów pomocowych<sup>19</sup>, finansowanych głównie emisją obligacji rządowych (bądź gwarantowanych przez skarż państwa), był wzrost zadłużenia sektora *general government* w systemie bankowym; był to w istocie nawis inflacyjny<sup>20</sup>, który po złagodzeniu reżimu sanitarnego, w znacznej części przekształcił się w strumień pieniądza transakcyjnego. W pierwszej fazie postpandemicznego ożywienia strona produkcyjno-podażowa wchłonęła wykreowane podczas koronakryzysu oszczędności, ratując (po zaledwie rocznej recesji) pozytywnymi procesami dostosowawczymi realną sferę gospodarki przed depresją. To wyjaśnia przyczyny, dla których główne banki centralnych uznały przyspieszone tempo wzrostu cen za zjawisko przejściowe i utrzymywały przez kilkanaście miesięcy stopy referencyjne w pobliżu zera, kontynuując skup aktywów finansowych.

Jesienią 2021 roku postcovidowa inflacja przyspieszyła pod wpływem spekulacyjnie wysokiego wzrostu cen gazu i innych surowców energetycznych<sup>21</sup>. Trend ten wzmocnił się i utrwalił po militarnej inwazji Rosji na Ukrainę (24 lutego 2022

---

<sup>19</sup> Do połowy 2021 roku, a więc w najtrudniejszym okresie pod względem społecznego i gospodarczego wymiaru pandemii COVID-19, Unia Europejska wydała na pakiety ratunkowe ponad 11% łącznej wartości PKB krajów członkowskich (w tym w Niemczech 35%), w Wielkiej Brytanii analogiczne wydatki sięgnęły 18% PKB, w Stanach Zjednoczonych 2730%, rekordowe wydatki – niemal 54% PKB poniosła Japonia (PIE, 2022, s. 24). W porównaniu z kosztami interwencji w najwyższej rozwiniętych krajach OCED w Polsce obciążenie finansów publicznych z tytułu uruchomienia tarcz antykryzysowych okazało się niewielkie. Wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych nakierowane na powstrzymanie skutków stanu pandemii COVID-19 i walkę z tymi skutkami oraz na wsparcie dotkniętych nimi podmiotów wyniosły w 2020 roku 105,2 mld zł (4,5% PKB), a w roku 2021 roku 63,3 mld zł (2,4% PKB) (GUS, 2021a, 2022a; OECD, 2020).

<sup>20</sup> Szacuje się, że w 21 krajach wysoko rozwiniętego kapitalizmu przymusowe oszczędności w 2020 roku wyniosły ponad 3 bln USD (Kołodko, 2021).

<sup>21</sup> Cena ropy naftowej Brent w czerwcu 2022 roku była średnio o ponad 60% wyższa niż rok wcześniej i ponad dwukrotnie wyższa niż w lutym 2020 roku, cena gazu była ponad dwukrotnie wyższa i blisko ośmiokrotnie wyższa; Utrzymujące się wysokie ceny gazu przekładały się na relatywnie wyższą opłacalność produkcji energii elektrycznej z węgla, co w połączeniu z wprowadzonym przez Unię Europejską embargiem na import rosyjskiego węgla skutkowało wzrostem cen tego surowca (w czerwcu 2022 roku średnia cena węgla była ponad trzykrotnie wyższa niż rok wcześniej i niemal siedmiokrotnie wyższa niż w lutym 2020 roku) (NBP, 2022).

roku), gdy nie tylko wzrosły ceny nośników energii i strategicznych surowców, ale także wybuchła panika na rynkach żywności<sup>22</sup>. Na dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych wpłynęły także inne czynniki: embargo na import rosyjskich węglowodorów<sup>23</sup>, kolejne transze sankcji nakładane na podmioty gospodarcze powiązane ekonomicznie z rosyjskimi i białoruskimi przedsiębiorstwami, wzrost cen dóbr pośrednich, na który istotny wpływ wywarła polityka marketingowa transnarodowych korporacji.

Niepewność co do przyszłego rozwoju zdarzeń i wyniku wojny postawiła ważne pytania dotyczące przyszłego międzynarodowego porządku gospodarczego, na które dotychczas nie ma odpowiedzi (Doepke i Schneider, 2006, s. 1069–1097; Fischer i Modigliani, 1978, s. 810–833; Friedman, 1977, s. 451–472). Wiadomo jednak, że niepewność zwiększa awersję do ryzyka, zwiększa się premia terminowa i rosną długoterminowe stopy procentowe, hamując tempo inwestycji i spowalniając dynamikę wzrostu gospodarczego. W odpowiedzi na te wyzwania czołowe korporacje podniosły marże, aby – korzystając z okazji, jaką dawał szok podażowo-popytowy – zwiększyć zyski ze sprzedaży, a zarazem umocnić swoją przewagę marketingową i pozycję w gospodarce światowej<sup>24</sup>. W rezultacie inflacja, która już w połowie 2021 roku kształtowała się powyżej celu inflacyjnego EBC i innych banków centralnych, pod koniec 2022 roku znacznie przyspieszyła, a w początkach roku 2023 osiągnęła historycznie najwyższy poziom<sup>25</sup>, po czym trend wzrostowy załamał się, choć poziom cen pozostał wysoki, zarówno na rynkach międzynarodowych, jak i rynku

---

<sup>22</sup> Food Price Index liczony na bazie przeciętnych żywności cen z okresu 2014–2016 wzrósł nominalnie z 98,1% w 2020 roku do 125,7% w 2021 roku, osiągając w 2022 roku poziom 143,7%, po czym obniżył się do 128,4% w kwietniu 2023 roku

<sup>23</sup> UE 5 grudnia 2022 roku zakazała importu ropy z Rosji drogą morską, a od 5 lutego 2023 roku sankcje obejmują również produkty naftowe (paliwa). Dodatkowo 5 grudnia 2022 roku państwa G7, UE oraz Australia wprowadziły maksymalną cenę na rosyjską ropę w wysokości 60 USD/b, zakazując świadczenia usług dla statków przewożących rosyjską ropę sprzedaną powyżej ustalonego limitu. UE zakazała także importu węgla i innych paliw stałych z Rosji od 10 sierpnia 2022 roku

<sup>24</sup> W mechanizmie nakręcania inflacji na poziomie mikroekonomicznym można wyróżnić trzy fazy. W fazie pierwszej rosnące ceny w systemowo istotnych sektorach (ważnych ze względu na dynamikę rynku towarowego lub wąskie gardła) tworzą nadzwyczajne zyski, co stanowi impuls do dalszych podwyżek cen zaopatrzeniowych. W fazie drugiej sektory niższego szczebla starają się chronić marże zysku przed rosnącymi kosztami produkcji, wzmacniają zatem presję cenową. W fazie trzeciej rosną ceny dóbr finalnych, co przy relatywnie niskiej bądź umiarkowanej stopie bezrobocia prowadzi do wzrostu nominalnych wynagrodzeń, aby zahamować spadek płac realnych. „Inflacja sprzedawców” generuje ogólny wzrost cen, który może być przejściowy, ale może też prowadzić do samopodtrzymującej się spirali inflacyjnej, tak jak zdarzyło się to w roku 2022 i w pierwszych dwu miesiącach 2023 roku (Wasner i Weber, 2023, s. 183–184).

<sup>25</sup> W związku ze spadkiem popytu w 2020 roku w stosunku do roku 2019 odnotowano spadek globalnego PKB o 3,1%, czemu towarzyszył spadek zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HCPI) z 2,2% do 1,9%. W roku następnym PKB był realnie wyższy o 6,0% (o 1,4% niż przed pandemią), HCPI zaś wzrósł do 3,5%. W 2022 roku PKB wzrósł realnie w stosunku do poziomu z 2021 roku o 3,1%, HCPI wyniósł 8,3% (World Bank Indicators).

wewnętrznym. Wydarzenia te wywarły istotny wpływ na ewolucję polityki pieniężnej banków centralnych, zmieniając jej nastawienie od „gołębiej” do „jastrzębiej”; dotyczy to także ewolucji polityki pieniężnej w Polsce.

Od marca 2015 roku do ogłoszenia kryzysu pandemicznego Narodowy Bank Polski utrzymywał (relatywnie wysokie w porównaniu z innymi głównymi bankami centralnymi) stabilne stopy procentowe, kierując się w polityce pieniężnej zasadą *wait and see* nawet wówczas, gdy wskaźnik CPI kształtował się przejściowo poniżej dolnej granicy przedziału wyznaczonego dla celu inflacyjnego. Stopy te wynosiły wówczas: referencyjna 1,50%; lombardowa 2,50%; depozytowa 0,50%; redyskonta weksli 1,75%. Stopa rezerwy obowiązkowej od depozytów nieprzekraczających dwu lat kształtowała się na poziomie 3,5%.

Bezpośrednio po ogłoszeniu stanu epidemii w Polsce priorytetem Narodowego Banku Polskiego było nie dopuścić do paniki i runu na banki, toteż podstawowym zadaniem służb bankowych stało się utrzymanie płynności w krajowym systemie bankowym (poprzez operacje REPO). Równie ważnym i technicznie trudnym przedsięwzięciem było zapewnienie ciągłości bardzo wysokich wypłat gotówki z kont osobistych; dzięki sprawnym dostawom znaków pieniężnych udało się opanować popłoch wśród deponentów, wywołany przez bezzasadne informacje i plotki na temat planowanej przez władze państwowe blokady kont osobistych; stan zagrożenia ryzykiem wywołany fałszywymi informacjami utrzymywał się przez kilkanaście tygodni, a w niektórych regionach Polski nawet dłużej. Niezależnie od działań podejmowanych doraźnie ogłoszenie pandemii zmieniło nastawienie Narodowego Banku Polskiego do polityki pieniężnej. Priorytetem tej polityki było wsparcie wysiłków rządu w ratowaniu zagrożonych upadłością przedsiębiorstw i zapewnienie ludności środków na przetrwanie kryzysu.

Na posiedzeniu 17 marca 2020 roku Rada Polityki Pieniężnej (pomimo inflacji wyższej od celu NBP, co w normalnych warunkach skłaniałoby RPP do wzrostu podstawowych stóp procentowych) rozpoczęła cykl luzowania polityki monetarnej<sup>26</sup>, następująco uzasadniając swoją decyzję:

Epidemia koronawirusa – ze względu na jej negatywny wpływ na nastroje, a także podejmowane działania państwa mające na celu ograniczenie jej rozprzestrzeniania się – będzie powodowała w krótkim okresie ograniczenie aktywności gospodarczej części sektorów. Efekty te mogą być wzmacniane przez jednoczesny spadek aktywności w wielu krajach. Jednocześnie w dalszej perspektywie będą

---

<sup>26</sup> Od 28 maja 2020 roku do 6 października 2021 roku stopy NBP były utrzymywane w wysokości: referencyjna 0,10%; lombardowa 0,50%; depozytowa 0,00%; redyskontowa weksli 0,11%; dyskontowa weksli 0,12%. Warto przypomnieć, że na pierwszym posiedzeniu rozpoczynającym luzowanie ilościowe RPP obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej do minimalnego dopuszczalnego prawem poziomu (0,5%), podnosząc zarazem – głównie z myślą o kondycji finansowej podmiotów spółdzielczości bankowej – jej oprocentowanie o 50 pkt bazowych.



one prawdopodobnie łagodzone przez wprowadzane w wielu krajach pakiety stymulacyjne (...). [Dlatego podobnie jak inne banki centralne – przyp. aut.] NBP będzie prowadził operacje zakupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku<sup>27</sup>, które zmieniają długoterminową strukturę płynności w sektorze bankowym oraz przyczynią się do utrzymania płynności rynku wtórnego obligacji skarbowych. Ponadto NBP będzie oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie nowych kredytów udzielanych podmiotom gospodarczym przez banki (...). Wszystkie powyższe działania będą ograniczać negatywne konsekwencje gospodarcze rozprzestrzeniania się koronawirusa, a w dalszej perspektywie będą sprzyjać ożywieniu krajowej aktywności gospodarczej oraz umożliwią kształtowanie się inflacji na poziomie celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. (NBP, 2020a)

Zgodnie z tą deklaracją NBP obniżył w ciągu trzech miesięcy stopę referencyjną do poziomu bliskiego zera<sup>28</sup>, dzięki czemu – jako pierwszy bank centralny w Europie Środkowej – mógł nabywać w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku obligacje na kwotę około 140 mld zł, z tego większość (około 107 mld zł) w 2020 roku, a pozostałe w roku następnym<sup>29</sup>. Ta zakrojona na dużą skalę i szybko przeprowadzona operacja finansowa zahamowała na kilkanaście miesięcy presję na wzrost rentowności skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa papierów dłużnych; presja taka nieuchronnie pojawiłaby się w następstwie znacznego wzrostu ich podaży przy podwyższonej (z uwagi na ogólną sytuację) awersji do ryzyka. Pośrednim skutkiem działań polskiego banku centralnego było zahamowanie napływu kapitału spekulacyjnego, a tym samym nadmierne (przejściowe) umocnienie złotego, niekorzystne dla konkurencyjności polskiego eksportu, zwłaszcza w czasie obniżonego wskutek pandemii popytu zagranicznych kontrahentów (Glapiński, 2021). Pogorszenie salda obrotów bieżących było krótkotrwałe i nie wywarło istotnego wpływu na makroekonomiczną równowagę naszej gospodarki (KE, 2021).

---

<sup>27</sup> Operacje otwartego rynku polegające na skupie dużych pakietów papierów dłużnych same przez się nie generują inflacji, zwiększają bowiem jedynie sumę bilansową banku centralnego i płynne środki na rachunkach banków komercyjnych.

<sup>28</sup> Interwencyjny skup aktywów przez bank centralny w operacjach otwartego rynku jest dopuszczalny tylko pod warunkiem utrzymywania stopy referencyjnej na poziomie bliskim zera, w przeciwnym razie byłaby to niedozwolona prawem monetyzacja długu publicznego (Ancyparowicz, 2021).

<sup>29</sup> Wskutek braku zainteresowania banków komercyjnych od lipca 2020 roku NBP znacznie zmniejszył skalę strukturalnych operacji otwartego rynku. Na przykład w sierpniu 2021 roku nabył obligacje skarbowe o wartości zaledwie około 1 mld zł, co odpowiada 0,05% polskiego PKB; podobna sytuacja wystąpiła w następnych miesiącach. Tak więc interwencyjny skup skarbowych (i gwarantowanych przez Skarb Państwa) papierów wartościowych samoczynnie wygasa, bez potrzeby oficjalnego ogłaszania końca tego programu (Glapiński, 2021).

„Niewiele da się osiągnąć prostym podnoszeniem stóp procentowych, ale i od sięgnięcia po ten instrument polityki monetarnej uciec się nie da” (Kołodko, 2021). Narastająca presja inflacyjna, jaka pojawiła się w Polsce na przełomie lat 2019/2020, miała głównie przyczyny egzogeniczne, ale koronakryzys uruchomił także czynniki endogeniczne, którym nie można było skutecznie przeciwdziałać podczas recesji. Odejście od „gołębiej” polityki monetarnej nastąpiło więc dopiero wtedy, gdy pojawiły się sygnały, że polska gospodarka powróciła na ścieżkę wzrostu. W okresie od 6 października 2021 roku do 7 września 2022 roku Rada Polityki Pieniężnej w cyklu 11 podwyżek podniosła stopę referencyjną NBP z 0,1% do 6,75%, dokonując stosownych zmian także innych instrumentów polityki pieniężnej. Walka z inflacją była prowadzona ostrożnie, tak aby powstrzymując kreację kredytu na cele konsumpcyjne, dać czas przedsiębiorstwom na dostosowanie się do działania w trudniejszych warunkach, bez nadmiernej obawy o utratę przez nie płynności finansowej. Ze swej strony w ramach działań określanych jako „tarcze antyinflacyjne” rząd wdrożył programy ukierunkowane na osłonę gospodarstw domowych i firm przed skutkami zaburzeń na światowych rynkach nośników energii i surowców rolnych<sup>30</sup>.

Pierwsze oznaki zwiastujące łagodzenie presji inflacyjnej pojawiły się wiosną 2023 roku, a utrwaliły w miesiącach letnich, gdy nastąpiła stabilizacja cen dóbr i usług konsumpcyjnych, poprzedzona spadkiem poziomu dóbr zaopatrzeniowych i kosztów pozyskania energii.

Krajowa koniunktura wciąż pozostaje pod wpływem silnych zaburzeń podaźowych odzwierciedlonych w wysokim poziomie cen wielu surowców, dóbr i usług. Niekorzystnie na aktywność gospodarczą oddziałuje również wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych, a także materializujące się skutki dotychczasowych podwyżek stóp procentowych NBP. (NBP, 2023)

W tych okolicznościach kontynuacja restrykcyjnej polityki monetarnej, w oczekiwaniu na formalny powrót inflacji do celu, straciła sens ekonomiczny. Stopy procentowe nie działają wstecz, natomiast mają istotny wpływ na przyszłość; ich poziom powinien tworzyć korzystne warunki dla zdynamizowania rozwoju naszej gospodarki.

---

<sup>30</sup> Tarcze antyinflacyjne polegały na obniżeniu stawek podatków pośrednich (w tym wprowadzeniu zerowej stawki na podstawowe towary spożywcze) przy jednoczesnych ustawowych regulacjach taryf wybranych nośników energii, połączonych z wypłatą rekompensat dla sprzedawców i dystrybutorów. Obciążenie sektora finansów publicznych z tytułu uruchomienia tych tarcz w 2023 roku szacuje się na 1,5% PKB, ale wydatki na ten cel pozwoliły obniżyć presję cenową, z pozytywnym skutkiem dla gospodarstw domowych i firm.

## Podsumowanie

Działania podjęte przez Komisję Europejską, rządy i banki centralne w reakcji na kryzys pandemiczny i konsekwencje wojny w Ukrainie złagodziły społeczne i ekonomiczne konsekwencje tych zdarzeń. Interwencjonizm państwa obronił po raz kolejny świat przed katastrofą, choć cena tej obrony była wysoka, zarówno w sensie przenośnym, jak i dosłownym. Polska w tych trudnych czasach zachowała wysoki poziom równowagi makroekonomicznej; uniknęła głębokiego regresu w gospodarce, nie dopuściła do obniżenia poziomu życia ludności, kontynuowała ambitne programy społeczne, nie obciążając nadmierne finansów państwa. Było to możliwe – podobnie jak w innych demokratycznych krajach o gospodarce rynkowej – dzięki harmonijnej współpracy administracji państwowej z bankiem centralnym.

Kryzys wywołany pandemią i następującym bezpośrednio po niej wzrostem napięcia politycznego uwypuklił znaczenie solidaryzmu europejskiego, a w szczególności wykazał pozytywną rolę, jaką antycykliczna dyskrejonalna polityka fiskalna i koordynacja na szczeblu europejskim mogą odegrać w reagowaniu na duże wstrząsy gospodarcze i ograniczaniu ich skutków społecznych. Jednak – na co zwraca uwagę Komisja Europejska:

zdolność do zapewnienia bodźca fiskalnego w czasach złej koniunktury wymaga stworzenia buforów fiskalnych w czasach dobrej koniunktury. Wzmocnienie antycykliczności w ramach budżetowych UE mogłoby prowadzić do wzmocnienia średniokresowego wymiaru polityki fiskalnej, a tym samym zdolności do reagowania na wahania gospodarcze w ramach krajowej polityki fiskalnej. (KE, 2021)

Cena, w postaci podwyższonej inflacji, jaką trzeba było zapłacić za pomoc publiczną, wspieraną przez łagodną politykę monetarną większości banków centralnych – w tym również Narodowego Banku Polskiego – nie wydaje się zbyt wysoka. Gospodarka światowa i europejska wracają po serii wstrząsów do równowagi, inflacja jest – na co wskazują dane napływające ze światowych i wewnętrznych rynków – w trendzie spadkowym. Wszystko wskazuje na to, że – nauczeni doświadczeniem – uniknęliśmy stagflacji, która była zmorą lat 70. XX wieku.

## Bibliografia

- Ancyparowicz, G. (2021). Wsparcie ze strony polityki pieniężnej dla rządowych działań osłonowych w okresie pandemii COVID-19. *Polski Kompas 2021. Rocznik Instytucji Finansowych i Spótek Akcyjnych*.
- BCG (Boston Consulting Group). (2023). *Global wealth report resetting the course*. bcg-global-wealth-report-2023-june-2023.pdf

- EBC (European Central Bank). (2022, 23 maja). Monetary policy normalisation in the euro area. *The ECB Blog*. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog220523~1f44a9e916.en.html>
- Doepke, M. i Schneider, M. (2006). Inflation and the redistribution of nominal wealth. *Journal of Political Economy*, 114(6), 1069–1097.
- Eurofi. (2022). *Ensuring EU growth and financial stability with over public indebtedness*. [https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2022/05/the-eurofi-high-level-seminar-paris\\_ensuring-eu-growth-and-financial-stability\\_summary\\_february-2022.pdf](https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2022/05/the-eurofi-high-level-seminar-paris_ensuring-eu-growth-and-financial-stability_summary_february-2022.pdf)
- Eurostat. (b.r.w.). Bazy danych.
- Fisher, S. i Modigliani, F. (1978, 1 listopada). *Towards an understanding of the real effects and costs of inflation*. NBER Working Papers, 1050. <https://www.nber.org/papers/w0303.pdf>
- Friedman, M. (1977). Nobel lecture: Inflation and unemployment. *The Journal of Political Economy*, 85(3), 451–472.
- Głapiński, A. (2021). *Działania NBP przeciwdziałające skutkom pandemii okazały się skuteczne*. Referat na otwarcie wspólnej konferencji Narodowego Banku Polskiego (NBP) i Magyar Nemzeti Bank (MNB) „Zmiany strukturalne w gospodarkach krajów Europy Środkowej podczas i po pandemii COVID”.
- GUS (Główny Urząd Statystyczny). (2021a, 22 października). *Komunikat dotyczący deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2020 r.*
- GUS (Główny Urząd Statystyczny). (2021b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej, Główny Urząd Statystyczny / Obszary tematyczne / Roczniki statystyczne / Tarcza antykryzysowa*. [www.gov.pl](http://www.gov.pl)
- GUS (Główny Urząd Statystyczny). (2022a, 22 kwietnia). *Komunikat dotyczący deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2021 r.*
- GUS (Główny Urząd Statystyczny). (2022b, kwiecień). *Wpływ pandemii COVID-19 i wojny w Ukrainie na koniunkturę – oceny i oczekiwania (dane szczegółowe oraz szeregi czasowe)*. Aneks do publikacji *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000–2022*.
- GUS (Główny Urząd Statystyczny). (2023a, 31 marca). *Dochody i warunki życia ludności Polski – raport z badania EU-SILC 2021*. <https://stat.gov.pl/>
- GUS (Główny Urząd Statystyczny). (2023b, 23 października). *Komunikat dotyczący deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2022 r.*
- KE (Komisja Europejska). (2006). Decyzja Komisji z dnia 23 grudnia 2005 r. zmieniająca regulamin wewnętrzny Komisji (2006/25/WE, Euratom). (Dz.Urz. UE L 19/20 z 24.01.2006).
- KE (Komisja Europejska). (2021). Sprawozdanie Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego. Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania 2021 (przygotowane zgodnie z art. 3 i 4 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011 w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania).
- KE (Komisja Europejska). (2022). *Protecting jobs and workers: Commission makes final €6.5 billion payment under SURE, bringing total support to Member States to € 98,4*.
- KE (Komisja Europejska). (2023). *Komisja Zatrudnienia i Spraw Socjalnych*. Sprawozdanie. Europejski semestr na rzecz koordynacji polityki gospodarczej: Priorytety w zakresie

- zatrudnienia i priorytety społeczne na 2023 r. [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0051\\_PL.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0051_PL.html)
- Kołodko, G. (2021, 22 kwietnia). Inflacja tłumiona 3.0. Drogi wyjścia. *Rzeczpospolita*.
- Maczalska, I. (2021). *Tarcza antyinflacyjna 2022–2023. Najnowsze propozycje rządu*. pit.pl
- McKinsey. (2023). *The future of wealth and growth hangs in the balance*. McKinsey Global Institute. <https://www.mckinsey.com/mgi/overview/the-future-of-wealth-and-growth-hangs-in-the-balance>
- Memorandum. (2021). *Memorandum ZPP w sprawie alternatywnego rozwiązania dla przedsiębiorców w Polskim Ładzie*. <https://zpp.net.pl/memorandum-zpp-w-sprawie-alternatywnego-rozwiazania-dla-przedsiębiorców-w-polskim-ładzie/>
- Modzelewski, W. (2022, 22 czerwca). Kto zyska na obniżce podatku dochodowego z 17% do 12%? *Instytut Studiów Podatkowych*, 7.
- NBP (Narodowy Bank Polski). (2020a). *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r.* [https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/09/rpp\\_2020\\_03\\_17.pdf](https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/09/rpp_2020_03_17.pdf)
- NBP (Narodowy Bank Polski). (2020b, 20 lipca). *Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*. <https://nbp.pl/publikacje/cykliczne-materialy-analityczne-nbp/szybki-monitoring/>
- NPB (Narodowy Bank Polski). (2022, lipiec). *Raport o inflacji*. Rada Polityki Pieniężnej. [https://static.nbp.pl/dokumenty/polityka-pieniezna/raporty-o-inflacji/raport\\_lipiec\\_2022.pdf](https://static.nbp.pl/dokumenty/polityka-pieniezna/raporty-o-inflacji/raport_lipiec_2022.pdf)
- NBP (Narodowy Bank Polski). (2023, lipiec). *Raport o inflacji*. [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)
- RS. (2020). Rocznik statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej, tab. 9 (569).
- OECD (Organization for Economic Co-operation and Development). (2020). *Assessing the initial impact of COVID-19 containment measures on economic activity „Tackling Coronavirus Series”*. <https://www.oecd.org/coronavirus/en/policy-responses>
- PE (Parlament Europejski). (2021, 12 lutego). Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/241. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32021R0241>
- PE (Parlament Europejski). (2023, 12 lipca). *Pandemia COVID-19: wyciągnięte wnioski i zalecenia na przyszłość*. [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2023-0282\\_PL.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2023-0282_PL.html)
- PIE (Polski Instytut Ekonomiczny). (2022). Czym jest interwencjonizm? Przykłady kryzysów historycznych i współczesnych. W: Ł. Baszczak, P. Leszczyński, A. Wincewicz i R. Zyzik (2022), *Powrót interwencjonizmu? Państwo i gospodarka w warunkach zagrożenia i kryzysów* (s. 15–28). <https://pie.net.pl/>
- UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development). (2022). *Global FDI Annual Report 2022*. World Investment Report.
- Wasner, E. i Weber, I. (2023, summer). Sellers’ inflation, profits and conflict: Why can large firms hike prices in an emergency? *Review of Keynesian Economics*, 11(2).