

*prof. dr hab. Jerzy Żyżyński*¹ 

Wydział Zarządzania
Uniwersytet Warszawski

Zjawisko inflacji a polityka pieniężna w Polsce ostatnich lat

WPROWADZENIE

Inflacja jest niewątpliwie najpoważniejszym obecnie problemem dotykającym praktycznie wszystkich uczestników życia gospodarczego i staje się przedmiotem troski polityki pieniężnej prowadzonej przez bank centralny. Z tym zjawiskiem wiążą się jednak istotne nieporozumienia, a niektórzy publicyści i komentatorzy – nawet z tytułami naukowymi – formułują opinie budzące liczne wątpliwości, świadczące o potrzebie głębszego wyjaśnienia tego zjawiska. Przyjrzyjmy się zatem, czym to zjawisko jest, na czym polegają nieporozumienia i jaka jest faktycznie rola banku centralnego w walce z inflacją w ostatnich latach. Celem artykułu jest przeanalizowanie problemu inflacji i reakcji na nią w sytuacji gospodarczej, w jakiej znalazła się Polska w ostatnich latach.

INFLACJA – STRUKTURALNY CHARAKTER PRZYCZYN ZJAWISKA WZROSTU CEN

Standardowa definicja, zgodna z tym, co znajdujemy w wielu podręcznikach, określa inflację przez powiązanie zmian cen z redukcją siły nabywczej pieniądza: „inflacja to wzrost ogólnego poziomu (lub średniego poziomu cen) cen wszystkich dóbr i usług – albo ekwiwalentnie zmniejszenie siły nabywczej jednostki pieniądza. Ogólny poziom cen zmienia się zatem odwrotnie proporcjonalnie do siły nabywczej jednostki pieniężnej” (Spencer, 1977, s. 478).

¹ Adres korespondencyjny: Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania, ul. Szturmowa 1/3, 02-678 Warszawa; e-mail: jerzyzyzynski@gmail.com. ORCID: 0000-0002-7882-7898.

Pojęcie inflacji jako negatywnego, bo redukującego siłę nabywczą pieniądza, zjawiska wzrostu cen wydaje się proste, niejako okrzepło w świadomości społecznej i wydaje się, że jest oczywiste. Jednak liczne wypowiedzi i podejście do niego części publicystów wskazują, że istnieje potrzeba uporządkowania podstawowych kwestii metodologicznych – bo to właściwa metodologia toruje nam ścieżkę do zrozumienia problemu. Przede wszystkim trzeba odróżnić inflację będącą procesem zmian polegających na wzroście cen od kwestii pomiaru tego wzrostu. Zdefiniujemy zatem inflację:

Inflacja jest to proces zmian cen, w którym przeważają ich wzrosty, w wyniku czego wskaźnik mierzący średnie tempo tych zmian przyjmuje wartość dodatnią. Jeżeli przeważają spadki cen, a wskaźnik tempa zmian przyjmuje wartość ujemną, to proces ten nazywamy deflacją.

Podstawowym pojęciem są zatem ceny, inflacja to pewna ich własność – ma zatem charakter wtórny, jest pewnego rodzaju wielkością pochodną. Takie rozróżnienie prowadzi do ważnego wniosku co do badania procesu inflacyjnego. Jeśli chcemy przewidywać przyszły przebieg inflacji, to nie robimy tego przez badanie samego wskaźnika inflacji, na przykład ekstrapolowanie go przez oszacowywanie funkcji najlepiej dopasowanej do przeszłego kształtowania się tejże inflacji. A taka metoda jest stosowana w publicystyce ekonomicznej. To jest błąd: to tak jakbyśmy chcieli prognozować funkcję przez ekstrapolowanie jej pochodnej, czyli miarę tempa jej wzrostu w punkcie, na bazie kształtowania się tej pochodnej w minionym okresie, czyli dla niższych wartości argumentu. Przecież dla prawidłowego prognozowania inflacji bierzemy na warsztat ceny dóbr i usług zaliczanych do statystycznego koszyka i oszacowujemy ich przyszłe, oczekiwane na podstawie analizy rynku i procesów wytwórczych, wartości – i dopiero mając tak określone spodziewane wartości cen wyprowadzamy przebieg wskaźników inflacji, czyli obliczamy wskaźniki Laspeyresa dzieląc przyszłe oszacowane wartości koszyka przez jego wartość w analogicznych miesiącach poprzedniego roku. Jak zauważa trafnie Harold James, „bank centralny jest instytucją budującą pewność i zaufanie, działającą zgodnie z maksymą opisującą alegorię mądrości na obrazie Tycjana”² – wziął ją za motto swej książki, a jej sens jest taki, że terazniejszość nie zbuduje przyszłości opierając się na przeszłości; wszak ekonometrycy wiedzą, że w warunkach silnej zmienności czynników determinujących zjawiska, ekstrapolowanie trendów z lat wcześniejszych jest wysoce zawodnym narzędziem przewidywania tego, co ma się wydarzyć w przyszłości. W tym samym duchu Daniel K. Tarullo, były gubernator Zarządu Rezerwy Federalnej, zauważa, że skuteczna polityka pieniężna nie opiera się na danych dotyczących przeszłości (idzie nawet dalej: nawet nie terazniejszości), lecz na przewidywa-

² *Ex praeterito praesens prudenter agit, ni futurum actione deturpet*, Tycjan, Alegoria Mądrości, National Gallery w Londynie (James, 2021, s. 2).

niach co do przyszłych wartości wskaźników – o ile takie prognozy można realistycznie wyprowadzić. W jego opinii w gruncie rzeczy skuteczność osiągamy, jeśli opieramy się na danych, które określa jako „elementy nieobserwowalne” (*focus on the unobservables*), a część z nich to parametry, które w ogóle nie są danymi ilościowymi, lecz różnymi konstruktami pojęciowymi, czynnikami pozaekonomicznymi, przydaje tym samym znaczenia intuicji tych, którzy zajmują się polityką pieniężną (Tarullo, 2017).

Oferowana na rynku cena jakiegoś produktu to zawsze efekt decyzji ludzi. Podejmują je sprzedawcy, producenci – i rośnie w konkretnych sytuacjach. Podstawami kształtowania cen zajmuje się mająca fundamentalne znaczenie w ekonomii teoria wartości – od początku rozwoju ekonomii jako nauki centralny punkt dyskusji i sporów o to, co tworzy wartość towarów – a obecnie podstawy decyzyjne w odniesieniu do cen oferuje mikroekonomia, czy tzw. ekonomia menedżerska oraz marketing, który z jednej strony zajmuje się rynkiem jako obiektem swych badań, z drugiej, wypracowuje narzędzia oddziaływania na rynek (jego elementy), kształtowania go zgodnie z celami przedsiębiorcy. Jednakże, zarówno decyzje o podwyższaniu cen, jak i obniżaniu są podejmowane niechętnie, ze względu na związane z tym ryzyko.

Kluczową przesłanką decyzji o zwiększeniu ceny, czyli działania przyczyniającego się do inflacji, jest wzrost kosztów wytwarzania (w przypadku producenta) czy nabycia (w przypadku sprzedawcy – hurtownika i detalisty). Wzrost kosztów może mieć charakter:

- wewnętrzny, gdy przedsiębiorca podejmuje decyzję o zwiększeniu wynagrodzeń pracowników albo wybiera droższe surowce lub półprodukty od kooperantów, gdy ma na celu poprawę jakości swych produktów itp.; lub
- zewnętrzny, gdy pozyskuje surowce, półprodukty z zagranicy – wzrost tych kosztów jest konsekwencją wzrostu cen na rynkach światowych lub zmian kursowych (osłabienie krajowej waluty).

Te czynniki określamy jako podażowe przyczyny inflacji. Do czynników podażowych zaliczymy także spadek produkcji lub dostaw wywołany przez różne zdarzenia nazywane szokami zewnętrznymi, na przykład ograniczenia wynikające z działań wojennych, czy regulacji wprowadzonych w walce z pandemią, jak i wynikające z innych powodów, także zdarzeń katastroficznych. Prowadzą one do zmniejszenia dostaw produktów importowanych i bezpośrednio uderzają w produkcję krajową. Obecna inflacja w Polsce jest wywołana przede wszystkim właśnie przez czynniki podażowe – wzrost cen energii, ograniczenia pandemiczne, spadek dostaw, ale też błędną politykę Komisji Europejskiej, polegającą na obciążaniu kosztów wytwarzania energii, przez wprowadzenie koncepcji tzw. uprawnień do emisji CO₂ (tzw. EU ETS), czy ostatnio także metanu.

Drugą przesłanką decyzji o zwiększeniu ceny jest bezpośredni wzrost popytu, tzw. run na jakiś towar ze strony przedsiębiorstw, gdy zwiększają zapasy (co

może wynikać z oczekiwania wzrostu cen) lub konsumentów indywidualnych, gdy pojawia się większa liczba nowych klientów zgłaszających popyt z powodu nowej mody albo też oczekiwań wzrostu cen. W tej gamie możliwych przyczyn wielkie znaczenie przypisuje się oczekiwaniom – nabierają one istotnego znaczenia dla stymulowania popytu, można to określić jako motyw spekulacyjny zakupów. Są one też indukowane przez reklamę, media, opinie polityków, mających autorytet publicystów, a nawet przez pogłoski, które mogą być narzędziem manipulowania opinią publiczną – wiele możliwości pojawiło się dzięki Internetowi.

W sytuacji stabilnego popytu decyzje o zwiększeniu ceny są podejmowane raczej dopiero wtedy, gdy przedsiębiorca lub sprzedawca oczekuje, że po ewentualnym zwiększeniu ceny ta stabilność popytu utrzyma się – czyli, gdy mamy sytuację niskiej cenowej elastyczności popytu. Gdy ta elastyczność jest większa, to reakcją nabywców częściej będzie rezygnacja z zakupu – będzie tak, gdy uznają, że cena przekracza ich możliwości finansowe lub gdy rynek oferuje tańsze alternatywy (kwestia konkurencji i/lub istnienia substytutów)³ – w warunkach wysokiej cenowej elastyczności popytu, zwiększanie cen staje się nieracjonalne.

Te czynniki określamy jako popytowe przyczyny inflacji. Trzeba jednak pamiętać, że decyzje nabywców, jak wszystkie zjawiska w gospodarce, mają charakter statystyczny. Oznacza to, że faktycznie mamy do czynienia z wielkimi zbiorowościami o zróżnicowanych dochodach i preferencjach konsumpcyjnych. Działanie cech determinujących kształtowanie się i zmienność popytu zależy od struktury zbiorowości, rozkładu w niej dochodów i preferencji konsumpcyjnych. Na to ma wpływ polityka dochodowa i podatkowa – na przykład istnienie większego lub mniejszego stopnia progresji podatkowej.

W warunkach zmieniającego się pod wpływem różnych czynników środowiska ekonomicznego rozkładu dochodów podlegają dynamicznym zmianom i jeśli w efekcie pojawi się wzrost popytu, może to stymulować decyzje producentów lub sprzedawców w kierunku podwyższenia cen. Wzrost popytu może wynikać z: – zwiększenia dochodów w wyniku wzrostu aktywności gospodarczej, pojawienia się optymizmu przedsiębiorców, czyli tego, co określamy ogólnie jako poprawę koniunktury gospodarczej, a efektem jest zwiększenie wskaźników wzrostu gospodarczego. Ze wzrostem koniunktury wiąże się wzrost popytu na kredyt, a efektem tego jest wzrost sumy dochodów kreowanych w gospodarce.

³ Ilustracją takiego zjawiska może być następujący przykład. Przypuśćmy, że ma miejsce inflacja cen produktów piekarniczych, a więc drożeje pieczywo i ciastka. W takiej sytuacji producent mąki, który miał stabilnych klientów wśród piekarzy, decyduje się zwiększyć jej cenę. Popyt może jednak raptownie spaść – będzie to oznaczało wysoką cenową elastyczność popytu. Będzie to wynikiem tego, że piekarze mają własne zapasy lub kierują swój popyt ku tańszej mące z importu.

Wtedy niekoniecznie rosną jednostkowe dochody, ale rośnie suma dochodów w wyniku wzrostu zatrudnienia – czego efektem jest zmniejszenie bezrobocia. Taka sytuacja na rynku pracy może wywoływać rywalizację przedsiębiorców o pracowników, a efektem może być wzrost wynagrodzeń;

- wzrostu dochodów indywidualnych, gdy pojawia się nacisk na zwiększenie płac dla skompensowania wzrostu kosztów utrzymania, co podnosi koszty przedsiębiorstw, a w efekcie zaczyna działać tzw. spirala cenowo dochodowa. Jest to niewątpliwie dla zjawiska inflacji i prób jej opanowania najtrudniejsza sytuacja;
- napływu konsumentów zewnętrznych w wyniku zwiększenia ruchu granicznego – przybywają ludzie z pieniędzmi z innego kraju, zwabieni korzystniejszymi cenami – co może być konsekwencją określonej sytuacji kursowej, taniego złotego albo korzystniejszych dla cudzoziemców cen (na przykład w wyniku obniżenia stawek podatków pośrednich); powodów pojawienia się popytu z zewnątrz może być wiele.

A więc mamy dwa źródła wewnętrzne zwiększonego popytu i źródło zewnętrzne. W przypadku naszego kraju szczególnego znaczenia nabiera ta trzecia przyczyna. Nie można bagatelizować aspektu popytowego w sytuacji, gdy do Polski przyjechały miliony ludzi z sąsiedniego kraju⁴. Dlatego tzw. putinlacja to nie jest tylko efekt wzrostu kosztów energii i innych produktów oraz ogólnego wzrostu ryzyka wywołanego przez wybuch wojny⁵ – to także efekt przeniesienia do Polski części ukraińskiego popytu. Otworzono granice dla uchodźców z Ukrainy, co było oczywistą koniecznością z powodów moralnych i politycznych, a oni przybyli tu ze swoim popytem – to na ogół ludzie dość dobrze sytuowani, których było stać na emigrację w ucieczce przed wojną. Przyjechali tu zasobni w uzbierane euro i dolary – ich podaż na naszym rynku walutowym mogła być jednym z czynników presji na relatywne umocnienie złotego – a to, warto zauważyć, stało się dodatkowym czynnikiem jednak osłabiającym presję inflacyjną, gdyż wpływało na osłabienie tendencji wzrostu cen dóbr importowanych, między innymi cen paliw.

Inflacja jest zatem procesem zmian inicjowanych przez różne czynniki ekonomiczne, jak i pozaekonomiczne – należy do nich także, o czym wspomniano, medialne nakręcanie proinflacyjnych oczekiwań. O faktycznym jej przebiegu decyduje złożona struktura tych wpływów i podatność podmiotów na te oddziaływania. Jeśli na przykład wysoka jest cenowa elastyczność popytu, to podmio-

⁴ Informacja z 24 maja 2023 roku: od 24 lutego 2022 roku, czyli dnia początku agresji Rosji, granicę polsko-ukraińską przekroczyło ponad 12 mln uchodźców z Ukrainy – informuje Straż Graniczna. Są to głównie kobiety i dzieci (*Ilu uchodźców...*, [http](http://)).

⁵ Skok najważniejszej (o czym dalej) miary procesów inflacyjnych, czyli wskaźnika inflacji m/m miał miejsce w marcu 2022 roku, czyli w następnym miesiącu po napaści Rosji na Ukrainę – podczas gdy miesiąc wcześniej była deflacja, czyli procesy inflacyjne wygasły, ceny wyraźnie stabilizowały się.

ty gospodarcze raczej nie będą skłonne podwyższać ceny, bo popyt gwałtownie spadnie; jeśli natomiast elastyczność jest niska, to chętniej przyłączą się do ogólnej tendencji podwyższania cen. Trudno jednak wyekstrahować poszczególne przyczyny zjawiska i wypracować skuteczne instrumenty, które działałyby na poszczególne źródła inflacji i pozwoliłyby opanować zjawisko od strony przyczynowej. Zapewne byłoby to marzeniem polityków i bankierów centralnych, ale nie jest to możliwe, a przede wszystkim, nie ma takiego jednego narzędzia, które wpłynęłoby na decyzje podmiotów gospodarczych; wpływ banku centralnego jest wyłącznie pośredni poprzez oddziaływanie stopami procentowymi na rynek pieniężny – przede wszystkim kredytowy.

Trzeba jednak przypomnieć, że jest jedno skuteczne narzędzie oddziaływania na ceny: to administracyjna kontrola cen realizowana przez państwo. Jak pamiętamy, szeroko stosowało ją państwo komunistyczne dysponujące pełnią władzy – aczkolwiek nie zawsze skutecznej – nad gospodarką. Warto też przypomnieć, że wybitny amerykański ekonomista, John Kenneth Galbraith podczas II wojny światowej kierował Biurem Administracji Cenami, bo właśnie takie narzędzie bezpośredniej kontroli uznano za niezbędne w czasie wojny – i było skuteczne. Galbraitha nazywano amerykańskim „Carem Cen”, bo rzeczywiście, utrzymano ceny w ryzach, by chaos cenowy nie zaszkodził podjętemu przez Amerykę wysiłkowi wojennemu. Tylko takie administracyjne działanie jest realnie skuteczne, bo przyczyny wzrostu cen są zbyt złożoną strukturą oddziaływań, gdzie nie ma jednoznacznych zależności przyczynowo-skutkowych. Kontrola administracyjna jest oczywiście narzędziem nie banku centralnego, lecz rządu, a jego zastosowanie jest możliwe tylko w szczególnych warunkach – na przykład właśnie w stanie wojny.

INFLACJA – ZJAWISKO I JEGO POMIAR

Badanie zjawiska, które charakteryzuje się zmiennością w czasie polega na skonstruowaniu funkcji $y = f(t)$, której wartości określają poziom y zjawiska w funkcji czasu t i zastosowaniu w odniesieniu do tej funkcji narzędzi pomiaru jej zmian. Podstawowych matematycznych narzędzi dla funkcji ciągłych i różniczkowalnych dostarcza nam teoria rachunku różniczkowego i całkowego – stąd nazwa „analiza matematyczna”: zmiany funkcji mierzy pochodną w punkcie, czyli stosunek nieskończenie małego przyrostu dy wartości funkcji do nieskończenie małego przyrostu dt jej argumentu, czyli dy/dt . Natomiast w przypadku zmian cen skutki tego procesu mierzymy przy pomocy wypracowanych przez wieloletnie doświadczenie narzędzi statystycznych⁶. Pomijając dyskusyjne elementy stosowanej procedury ob-

⁶ Omówienie podstaw metodologicznych jest w referacie (Białek, 2019).

liczeniowej⁷, trzeba zwrócić uwagę na dwie kwestie. Po pierwsze, tą funkcją $f(t)$ są wartości koszyka dóbr ustalanego według określonej sformalizowanej procedury. Na bazie tych wartości obliczane są wskaźniki (indeksy) procentowe zmian według formuły indeksu Laspeyresa, czyli dla struktury koszyka z roku bazowego, którym jest rok poprzedni. Po drugie, liczone są wskaźniki jako stosunek aktualnej wartości koszyka – praktycznie z ostatniego minionego miesiąca – a w odniesieniu do niego są stosowane dwie podstawowe wartości bazowe, czyli w mianowniku formuły:

- wartość dla analogicznego miesiąca poprzedniego roku; określa się to jako wskaźnik r/r (rok do roku);
- wartość dla poprzedniego miesiąca; określa się to jako wskaźnik m/m (miesiąc do miesiąca).

Mamy więc wskaźnik 12-miesięczny i wskaźnik miesięczny – w tych badaniach najdrobniejszym obserwowalnym skokiem czasowym jest miesiąc. Co prawda w publikowanym zestawie tabel określonym jako „Miesięczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych od 1982 roku” (*Miesięczne wskaźniki...*, [http](http://)) na pierwszym miejscu jest tabela, której wskaźniki określone są w odniesieniu do grudnia poprzedniego roku – daje nam to efekt narastający w ciągu roku – ale te dane mają raczej drugorzędny, pomocniczy charakter do szczególnych celów badawczych (gdy chcemy analizować, jak narastają zmiany w ciągu roku), czy publicystycznych, to najważniejsze są dwie tabele, zgodnie z tym, co określono wyżej: wskaźniki (m/m) i wskaźniki (r/r). Ich wartości są też podawane w miesięcznych komunikatach. Tabele zbiorcze podają wskaźniki (indeksy) w ujęciu procentowym, ale w komunikatach i w publicystyce stosuje się tempo (stopę) zmian.

Problem polega jednak na tym, że określone na podstawie wartości wskaźnika r/r procentowe tempo zmian jest interpretowane jako zjawisko inflacji. Mówi się na przykład: „inflacja w tym miesiącu wyniosła 14,7%”. Uważa się, że stan tak rozumianej inflacji powinien być podstawą działania banku centralnego. Pierwsza Rada Polityki Pieniężnej w latach 1998–2003 przyjmowała tak określone dane i stosowała się do postulatu tzw. dodatniej stopy procentowej, wyznaczając stopę referencyjną na poziomie wyższym od wskaźnika r/r. Kształtowanie się tego wskaźnika i skutki polityki stóp procentowych ilustruje tabela 1.

⁷ W stosowanej procedurze oblicza się ogólnopolskie indeksy cen produktów reprezentantów jako średnie geometryczne wskaźników cen produktów reprezentantów ze wszystkich rejonów, których jest ponad 200 – jest to formuła zaproponowana w 1863 roku przez Stanley’a Jevonsa, brytyjskiego ekonomistę, który twierdził, że jest to „z aksjomatycznego i ekonomicznego punktu widzenia najlepsza formuła elementarna” (Białek, 2019, s. 4). Jak jednak wykazał autor niniejszego tekstu, zastosowanie średniej geometrycznej dla wskaźników terytorialnych, jest merytorycznie błędne, gdyż wartości te nie tworzą zbioru multiplikatywnego – a tylko dla takiego zbioru ma sens stosowanie średniej geometrycznej; zbiór multiplikatywny powstaje wtedy, gdy wskaźniki wzrostu tworzą ciąg wartości powiązanych łańcuchowo (Żyżyński, 2017, s. 44–47).

Tabela 1. Wskaźniki inflacji, stopy referencyjne NBP i stopa bezrobocia w wybranych latach

Rok	Wskaźniki r/r												Stopy referencyjne NBP			Stopa bezrobocia
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
1998	113,6	114,2	113,9	113,7	113,3	112,2	111,9	111,3	110,6	109,9	109,2	108,6	24	...	15,5	10,0
1999	106,9	105,6	106,2	106,3	106,4	106,5	106,3	107,2	108,0	108,7	109,2	109,8	13	14	16,5	12,0
2000	110,1	110,4	110,3	109,8	110,0	110,2	111,6	110,7	110,3	109,9	109,3	108,5	17,5	19		14,0
2001	107,4	106,6	106,2	106,6	106,9	106,2	105,2	105,1	104,3	104	103,6	103,6	18	...	11,5	16,2
2002	103,4	103,5	103,3	103,0	101,9	101,6	101,3	101,2	101,3	101,1	100,9	100,8	10	...	6,75	17,8
2003	100,5	100,5	100,6	100,3	100,4	100,8	100,8	100,7	100,9	101,3	101,6	101,7	6,5	...	5,25	19,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Tabela 2. Wskaźniki miesięcznych zmian cen w wybranych latach

Rok	Wskaźniki m/m											
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1998	103,1	101,7	100,6	100,7	100,4	100,4	99,6	99,4	100,8	100,6	100,5	100,4
1999	101,5	100,6	101,0	100,8	100,7	100,2	99,7	100,6	101,4	101,1	100,9	100,9
2000	101,8	100,9	100,9	100,4	100,7	100,8	100,7	99,7	101,0	100,8	100,4	100,2
2001	100,8	100,1	100,5	100,8	101,1	99,9	99,7	99,7	100,3	100,4	100,1	100,2
2002	100,8	100,1	100,2	100,5	99,8	99,6	99,5	99,6	100,3	100,3	99,9	100,1
2003	100,4	100,1	100,3	100,2	100	99,9	99,6	99,6	100,5	100,6	100,3	100,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Stosowano zatem bardzo ostrą, restrykcyjną politykę pieniężną; stopa referencyjna od początku prawie dwukrotnie przewyższała stopę inflacji, była bardzo wysoka nawet wtedy, gdy inflację praktycznie zduszono do zera, wskaźniki miesięczne świadczyły o utrzymującej się miesiącami bardzo niskiej inflacji, a nawet jej braku (maj 2003 r.), albo deflacji, co pokazuje tabela 2.

Trzeba jednak zwrócić uwagę na to, że w tych latach relacja pieniądza M3 do PKB kształtowała się w Polsce na poziomie od 35 do 42% PKB – podczas gdy w krajach OECD było to około 100%, bliska tej wartości była też średnia światowa. W Polsce pieniądz był „dobrem rzadkim”, co było konsekwencją „wyduszenia” zasobu oszczędności, czyli tej „drugiej warstwy” agregatu M3 przez wysoką inflację, ta zaś była nieuchronnym skutkiem cenowych dostosowań w procesie wycofywania państwa z socjalistycznego mechanizmu dotowania cen⁸. W związku z tym należało odejść od zasady nominalizmu w odniesieniu do zasobu pieniądza i waloryzować kapitał – zarówno dłużników, jak i deponentów. Przy takim mechanizmie stopa procentowa nie musi zawierać w sobie stopy inflacji, zmienia się jej charakter, jest „oczyszczoną” z inflacji ceną kapitału pieniężnego (Żyżyński, 1997).

Tabela 3. Przykładowy proces zmian cen

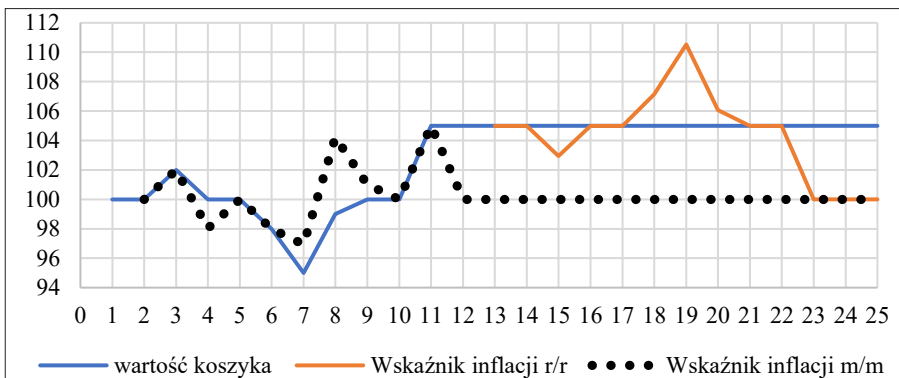
Miesiące	Wartość koszyka	Wskaźnik r/r	Wskaźnik m/m
1	2	3	4
1	100		
2	100		100
3	102		102
4	100		98,04
5	100		100
6	98		98
7	95		96,9
8	99		104,2
9	100		101,0
10	100		100
11	105		105
12	105		100
1	105	105,0	100
2	105	105,0	100
3	105	102,9	100

⁸ Dotacje do cen obniżają ceny o określony procent i oczywiście prowadzą do zmniejszenia zapotrzebowania na pieniądź. W skrajnym przypadku, który można analizować „teoretycznie” jako konstrukcję całkowicie fikcyjną, gdyby wszystkie ceny były dotowane w stu procentach, gospodarka w ogóle nie potrzebowałaby pieniądza. Działanie odwrotne, czyli wycofywanie dotacji, prowadzi do wzrostu cen i automatycznie rodzi wzrost zapotrzebowania na pieniądź (Żyżyński, 1997).

<i>l</i>	2	3	4
4	105	105,0	100
5	105	105,0	100
6	105	107,1	100
7	105	110,5	100
8	105	106,1	100
9	105	105,0	100
10	105	105,0	100
11	105	100,0	100
12	105	100,0	100
1	105	100,0	100

Źródło: opracowanie własne.

Roczna miara, oparta na wskaźniku r/r może prowadzić do błędnej oceny rzeczywistości, czyli tego, jak faktycznie przebiega proces zmian cen – a przecież polityka powinna odnosić się do faktycznego przebiegu zjawiska. Wyjaśnia to następujący przykład. W tabeli 3. przedstawiony jest pewien proces zmian wystandaryzowanej wartości koszyka dóbr, oraz mierzące te zmiany wskaźniki r/r oraz m/m .



Rys. 1. Kształtowanie się cen a wskaźnik inflacji r/r i m/m

Źródło: opracowanie własne.

W tym przykładowym przebiegu zjawiska widzimy, że w pierwszym roku ceny były zmienne, a więc wartość koszyka dóbr zwiększała się nawet do 102, potem zmniejszała się do 95, ale od miesiąca listopada pierwszego roku ustabilizowała się na poziomie 105. Skoro ustabilizowała się, to proces zmian cen wygasł, ceny nie zmieniały się, zatem nie było inflacji rozumianej jako proces wzrostu cen. Jednak wskaźnik r/r przez kilka miesięcy utrzymywał się na poziomie wskazującym na inflację 5%, w czerwcu drugiego roku gwałtownie wzrósł do

7,1%, następnie w lipcu do 10,5%, we wrześniu i październiku ustabilizował się na poziomie inflacji 5% i dopiero w listopadzie tak mierzona inflacja wygasła – bo mianownik formuły Laspeyresa „dogonił” licznik.

Gdy jednak interpretujemy inflację jako proces rosnących cen, to w całym drugim roku przecież jej nie było, bo ceny były stabilne. Wskaźnik roczny wskazywał na inflację i dochodził do drastycznego poziomu ponad 10% nie dlatego, że ceny wzrosły, lecz dlatego, że rok wcześniej spadły.

Ten przykład ilustruje podstawowy problem tej metody mierzenia procesu zmian cen i oceniania zjawiska inflacji: w przypadku miary rocznej jej wartość zależy także od tego, co działo się rok wcześniej, a nie tylko tego, co dzieje się aktualnie. Oczywiście różni komentatorzy będą skłonni do alarmistycznych reakcji na wartości wskaźnika sugerujące wzrost cen – gdy tymczasem w drugim roku ceny nie zmieniają się – zatem inflacji nie ma; przez cały drugi rok, w każdym miesiącu przekazywana przez miarę r/r informacja jakoby miała miejsce inflacja, jest nieporozumieniem, można powiedzieć, że to informacja fałszywa. Co jest zatem, skąd nieporozumienia? Nieporozumienia wynikają z tego, że :

Mylone jest zjawisko z miarą tego zjawiska, a ściślej biorąc z miarą rocznych jego skutków.

Dochodzimy zatem do wniosku, że informację o tym, co dzieje się z cenami dostarcza wyłącznie miara miesięczna m/m . Jest to fundamentalne twierdzenie o mierzeniu procesu inflacji:

Proces zmian cen prowadzący do zjawiska inflacji lub deflacji jest opisywany przez miarę mierzącą zmianę wartości reprezentacyjnego koszyka dóbr w stosunku do poprzedniego miesiąca.

Na rysunku 1. widzimy, że kropkowana linia odzwierciedlająca kształtowanie się wskaźnika m/m w drugim roku, gdy ceny przestały się zmieniać, wróciła do poziomu 100, co zgodnie z naszą interpretacją zjawiska oznacza, że nie ma inflacji. Zatem, jako że najdrobniejsza obserwowana zmiana dotyczy miesiąca, można powiedzieć, że jest ona odpowiednikiem pochodnej funkcji – to pochodna mierzy zmiany funkcji dla najdrobniejszego – a w przypadku funkcji ciągłych różniczkowalnych – nieskończenie małego – przyrostu dt ; i jest oczywiste, że nie miałyby sensu wnioski o zmianach funkcji, gdybyśmy zmiany jej wartości odnosili do skończonego przyrostu Δt odpowiadającego 12 jednostkom.

Dochodzimy zatem do wniosku, że polityka pieniężna, która kieruje się informacją o stanie inflacji, czyli procesu zmian cen, musi brać pod uwagę to, co aktualnie dzieje się z cenami, czyli kierować się zmianami wskaźnika m/m i ewentualnie prognozami oszacowanymi zmiany cen w przyszłości. Natomiast kierowanie się wartościami wskaźnika, którego wartości zależą od tego, co działo się z cenami rok wcześniej nie ma po prostu sensu.

REAKCJA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA INFLACJĘ

Pojawienie się zjawiska inflacji powinno mobilizować bank centralny, a ściślej jego organ decydujący o poziomie stóp procentowych, Radę Polityki Pieniężnej, do reakcji, gdy inflacja nadmiernie rośnie, odbiegając od celu inflacyjnego, określonego w Polsce na 2,5% z dopuszczalnym odchyleniem 1 p.p., czyli w ramach ścieżki 1,5–3,5%. Ten przedział interpretujemy tak, że jeśli roczne tempo wzrostu cen utrzymuje się wewnątrz tego pasma, to uznajemy, że inflacja jest zgodna z celem inflacyjnym. Wyprowadzony powyżej wniosek, że właściwą miarą zjawiska inflacji jest miara m/m prowadzi jednak do konkluzji, że przede wszystkim należy wystrzegać się pochopnych tego zjawiska ocen – do jakich mogłoby prowadzić kształtowanie się wskaźnika r/r. Przyjrzyjmy się konkretnym wartościom zanotowanym w ostatnich latach – przedstawia je tabela 4.

Tabela 4. Wskaźniki cen r/r i m/m według GUS w latach 2020–2023

	Rok	MIESIĄCE											
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100	2023	116,6	118,4	116,1	114,7	113,0	111,5	110,8	110,1	108,2			
	2022	109,4	108,5	111,0	112,4	113,9	115,5	115,6	116,1	117,2	117,9	117,4	116,6
	zmiana			2,5	1,4	1,5	1,6	0,1	0,5	1,1			
	2021	102,6	102,4	103,2	104,3	104,7	104,4	105,0	105,5	105,9	106,8	107,8	108,6
	2020	104,3	104,7	104,6	103,4	102,9	103,3	103,0	102,9	103,2	103,1	103,0	102,4
Poprzedni miesiąc = 100	2023	102,5	101,2	101,1	100,7	100,0	100,0	99,8	100,0	99,6			
	2022	101,9	99,7	103,3	102,0	101,7	101,5	100,5	100,8	101,6	101,8	100,7	100,2
	2021	101,3	100,5	101,0	100,8	100,3	100,1	100,4	100,3	100,7	101,1	101,0	100,9
	2020	100,9	100,7	100,2	99,9	99,8	100,6	99,8	99,9	100,2	100,1	100,1	100,1
Wskaźniki miesięczne przeliczone na skalę roczną	2023	134,5	115,4	114,0	108,7	100,0	100,0	97,6	100,0	95,3			
	2022	125,3	96,5	147,6	126,8	122,4	119,6	106,2	110,0	121,0	123,9	108,7	102,4
	2021	116,8	106,2	112,7	110,0	103,7	101,2	104,9	103,7	108,7	114,0	112,7	111,4
	2020	111,4	108,7	102,4	98,8	97,6	107,4	97,6	98,8	102,4	101,2	101,2	101,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Jak widzimy, pierwsza część tabeli ukazująca kształtowanie się wskaźnika r/r sugeruje rosnącą inflację w kolejnych miesiącach 2022 roku, w szczególności od kwietnia do lipca (i w następnych miesiącach) kolejne coraz wyższe wartości tempa wzrostu cen, które są przez wszystkich interpretowane jako rosnąca – dla co bardziej zapalczywych komentatorów, galopująca – inflacja, na którą

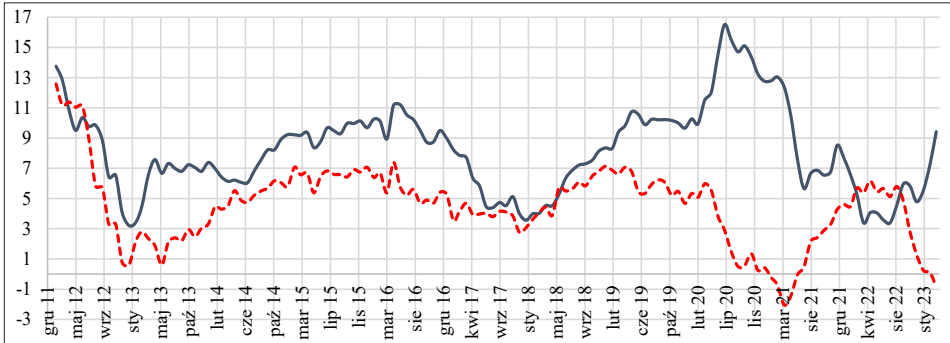
bank centralny powinien reagować, by ją powstrzymać, a że nie jest osiąganym celem inflacyjny, to dla niektórych jest świadectwem błędnej polityki (za niskich stóp procentowych banku centralnego). Jak już jednak powiedzieliśmy, roczne wskaźniki opisują dwunastomiesięczne skutki zmian cen, zatem nie jest to informacja o inflacji jako procesie, bo nie mówią o tym, co aktualnie dzieje się z cenami.

Miesięczne wskaźniki w drugiej części tabeli pozwalają właściwie interpretować proces zmian cen. W lutym 2022 roku była deflacja, można było oczekiwać stabilizacji cen i wyhamowania inflacji, ustabilizowania się cen na poziomie wyższym niż rok wcześniej o 8,5%, na co wskazuje wskaźnik r/r, jednak w marcu nastąpił gwałtowny skok cenowy o 3,3% w efekcie inflacja roczna wzrosła do 11% – to oczywisty efekt wybuchu wojny, napaści Rosji na Ukrainę. Dane r/r w następnych miesiącach sugerują stopniowy wzrost inflacji, od kwietnia kolejno coraz wyższe wartości: 12,4; 13,9; 15,5; 15,6% – mobilizują publicystów do ogłoszenia alarmu: „mamy galopującą inflację”, przyrosty wskaźnika są przecież coraz większe. Była to jednak błędna ocena sytuacji. Mieliśmy bowiem po marcowym skoku inflację zwalnającą, o czym świadczą wartości wskaźnika m/m: 2,0; 1,7; 1,5; 0,5%. Jak ma zatem reagować polityka pieniężna? Stosując drastyczne zacieśnienie przez podwyższenie stóp procentowych, czy spokojnie i na chłodno czekać i obserwować dalszy rozwój sytuacji? Rozsądne okazało się to drugie, bo chociaż w końcu roku nastąpił lekki wzrost inflacji, także w styczniu następnego roku (styczniowy wzrost miał szczególny charakter, bowiem z początkiem roku przeprowadzono korekty różnych płatności, czynszów, obowiązkowych składek itp.), ale tendencja spadkowa powróciła. Wskaźniki miesięczne można przeliczyć na skalę roczną, co pokazuje trzecia część tabeli 4. Dane te pokazują, że inflacja miesięczna w skali rocznej jest niższa od wskaźników r/r – to te wartości są realną miarą inflacji. Można zatem sformułować następujący wniosek :

Jeżeli inflacja miesięczna przeliczona na skalę roczną jest niższa od inflacji rocznej, czyli wynikającej z odniesienia wartości koszyka do analogicznego miesiąca roku poprzedniego, to możemy uważać, że inflacja dąży do wygaśnięcia.

Dane za pierwsze miesiące 2023 roku wskazują, że inflacja stopniowo zmniejszała się aż do wygaśnięcia, czyli dojścia do 0% w maju; natomiast wskaźniki roczne ukazujące roczne skutki zmian, zmniejszały się z najwyższego poziomu 18,4% w lutym 2023 roku do 13% w maju i 11,5% w czerwcu. Wysoka wartość w lutym, 18,4% była wszak po części konsekwencją deflacji w lutym 2022 roku, zaś spadek rocznego wskaźnika w marcu 2023 roku w stosunku do lutego z 18,4 do 16,1, czyli o 2,3 p.p. wynikał z tego, że rok wcześniej miał miejsce skok miesięcznej inflacji w marcu do pokazanego już poziomu 3,3%. Wygaśnięcie procesu inflacji powinno być sygnałem dla banku centralnego, by wycofać nadzwyczajne restrykcyjne stopy procentowe – choć być może należałoby poczekać jeszcze jeden, dwa miesiące, by sprawdzić, czy ten efekt wygaśnięcia procesu inflacyjnego

jest trwały – trzeba wszak pamiętać o tym, że wskaźniki miesięczne silnie zależą od zmiennych czynników sezonowych.



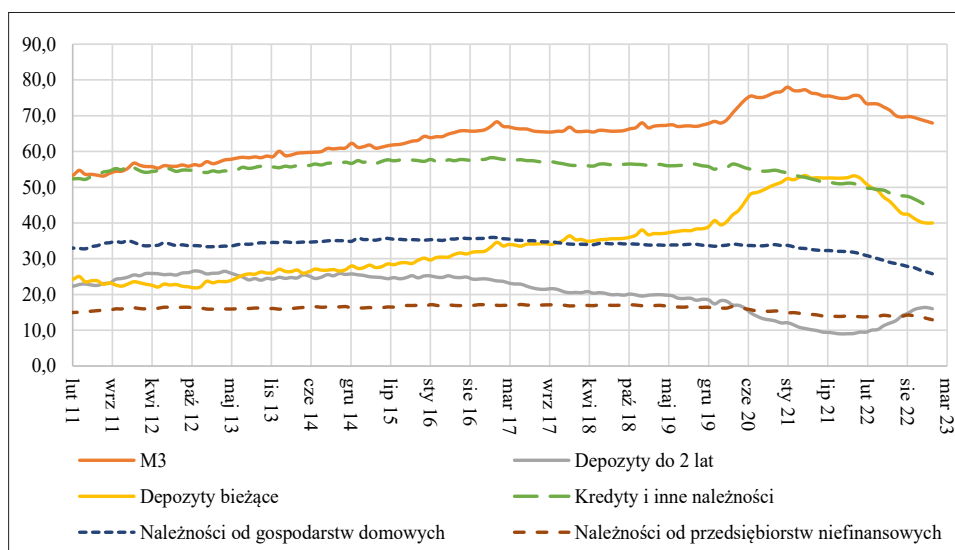
Rys. 2. Depozyty bieżące i terminowe (linia ciągła) oraz kredyty i inne należności banków od gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych (linia przerywana) – 12 mies. tempa wzrostu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Jakie by jednak nie były wskaźniki inflacji, to reakcja polityki pieniężnej musi mieć na uwadze kwestię podstawową: czy źródła wzrostu cen znajdują się na rynku pieniężnym, czyli wynikają z nadmiernej kreacji kredytów. Po pierwsze, w prawie całym okresie minionych 12 lat, poza kilkoma miesiącami 2022 roku 12-miesięczne tempo wzrostu depozytów było wyraźnie wyższe niż tempo wzrostu należności banków od gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, co pokazuje rysunek 2.

Taka relacja między tempami wzrostu oznacza, że rynek kredytowy jest słaby. Oszczędności to zawsze wycofanie pieniędzy z rynku, rezygnacja z wydawania, natomiast kredyt jest wprowadzeniem pieniądza do gospodarki, gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa wykorzystują środki pozyskane dzięki kredytom do realizacji wydatków, a każdy wydatek jest czymś dochodem. Jak jednak widzimy, depozyty rosły, ale banki nie były w stanie w pełni uaktywnić ich przez udzielanie kredytów, odłożony pieniądz nie wracał do gospodarki, nie był zatem źródłem presji inflacyjnej. Dlatego polityka stóp procentowych banku centralnego, musiała być co najmniej wstrzemięźliwa, by nie dawać sygnałów ograniczających kredyt. I faktycznie była właściwie „wyważona”, jej przesterowanie w kierunku sugerowanym przez niektórych komentatorów – by stosować bardziej restrykcyjną politykę – spowodowałoby tylko zduszenie i tak słabego kredytowania gospodarki, spychając ją w kierunku niepotrzebnej recesji. A w późniejszym okresie – inflacji by to nie powstrzymało, skoro miała ona charakter podażowy, wynikała ze wzrostu kosztów – skutkiem byłaby tylko klasyczna stagflacja.

Porównywanie tylko temp wzrostu jest jednak ułomne, bo pokazuje jedynie, jak mają się względem siebie tendencje zmian, a tymczasem ważne jest, jakich wielkości zmiany te dotyczą. Tempa wzrostu trzeba przecież odnosić do wielkości, z których one wynikają – często badacze dają się zdominować przez swoistą „tyranię temp wzrostu”, ograniczają się bowiem tylko do porównywania tychże temp, a przecież ważne są „punkty startu” – i oczywiście odniesione do wielkości gospodarki – w tym przypadku chodzi o kategorie pieniężne w relacji do wielkości gospodarki. Na rysunku 3. pokazano, jak kształtował się zasób pieniądza oraz depozyty i należności banków od gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do PKB.



Rys. 3. Depozyty bieżące i terminowe (linia ciągła) oraz kredyty i inne należności banków od gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych (linia przerywana) – 12 mies. tempa wzrostu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Jak widzimy, zasób depozytów był zdecydowanie wyższy od należności banków, przy czym, co charakterystyczne, bardzo niskie były należności od przedsiębiorstw niefinansowych. Podaż pieniądza w relacji do PKB w czasie pandemii silnie wzrosła – jak we wszystkich krajach stosujących politykę „parasoli ochronnych” wobec gospodarki skrzepowanej restrykcjami covidowymi – te parasole były jednak związane z kreacją pieniądza. Jednak, pomimo że pieniądz wzrósł, to kredytowanie przedsiębiorstw cały czas było słabe i sukcesywnie malało. Stosowanie restrykcyjnej polityki pieniężnej wobec tak słabego rynku kredytowego byłoby oczywiście błędem.

WIELKOŚĆ POLA ODDZIAŁYWAŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Polem oddziaływania polityki pieniężnej jest rynek pieniężny, bo do tego rynku odniesione są jego stopy procentowe. Z analizowanej wyżej relacji temp wzrostu wynika, że tempo wzrostu kredytów w zasadzie nie doganiało tempa wzrostu depozytów – ale co istotne, tak kreowany pieniądź i tak jest w Polsce niewielki – czyli to pole oddziaływania polityki pieniężnej jest raczej wąskie. Świadczy o tym porównanie z innymi krajami naszego kręgu gospodarczego. Przyjrzyjmy się danym dla Czech, Słowacji i Węgier oraz Strefy Euro, która jest ważnym punktem odniesienia.

Tabela 5. Agregaty pieniężne M1 i M3 w % PKB

Kraj	2018		2019		2020		2021		2022	
	M1	M3	M1	M3	M1	M3	M1	M3	M1	M3
Polska	44,6	64,8	46,8	65,3	56,9	72,3	62,2	72,5	53,5	66,0
Czechy	71,4	81,1	69,6	80,3	78,3	88,8	81,5	90,2	72,2	86,0
Słowacja	54,8	69,1	57,6	70,6	65,4	77,6	69,6	79,7	66,0	75,9
Węgry	47,7	56,0	48,6	55,5	56,4	63,2	58,2	65,2	50,5	60,0
Strefa Euro	69,3	104,5	71,9	105,7	83,8	119,9	87,8	121,9	84,9	118,6
Strefa Euro a Polska (relacja)	1,55	1,61	1,54	1,62	1,47	1,66	1,41	1,68	1,59	1,80

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Tabela 5. ukazuje zasób pieniądza w agregatach M1 i M3 w relacji do PKB – ten obraz jest ważny dla zwolenników monetarystycznej tezy, że przede wszystkim rosnąca kreacja pieniądza („pieniądz i tylko pieniądź”) jest źródłem inflacji. Jak widzimy, w 2022 roku zasób pieniądza M3 zmniejszył się z prawie 73% PKB do 66% – ten poziom był wyższy niż w 2019 roku. Natomiast zasób M1 w 2022 roku zmniejszył się o prawie 9 p.p. w porównaniu z 2021 rokiem, a był wyższy niż w 2019 roku. Granica między tymi dwoma formami przedstawienia zasobu pieniądza jest w pewnym stopniu płynna, bowiem M1 uzupełniony o depozyty terminowe tworzy zasób M2, a dodanie do niego pewnych względnie płynnych kwot związanych z operacjami finansowymi z przyrzeczeniem odkupu i pewnymi kwotami – w sumie równie niewielkimi – związanymi z emisją dłużnych papierów wartościowych o terminie wykupu do dwóch lat tworzy zasób M3 – różnica między M2 i M3 jest w istocie w naszych warunkach niewielka. Płynny charakter różnicy między M3 a M1 wynika z tego, że przy niskim realnym oprocentowaniu depozytów deponenci przenoszą swe środki z rachunków terminowych na bieżące, co powiększa agregat M1 i oczywiście zmniejsza różnicę między M3 a M1.

Porównanie zaprezentowanych liczb prowadzi do wniosku, że zasób pieniądza, jakim dysponuje polska gospodarka jest relatywnie niski w porównaniu z Czechami, nieco niższy niż w Słowacji, zbliżony jest w porównaniu z Węgrami, ale w Strefie Euro jest wyraźnie wyższy o 50–60% dla pieniądza M1 i 60–80% dla agregatu M3. Względna wielkość agregatu M1 świadczy o bieżącej sile gospodarki, potencjale generowanego w niej popytu, natomiast w przypadku agregatu M3 świadczy o potencjale dostępnym dla rynku kapitałowego. Można powiedzieć metaforycznie, że ukazuje to swoiste „pole bitwy”, na jakim „walczy” bank centralny realizując swoją politykę w odniesieniu do procesów gospodarczych mających ewentualny wpływ na procesy inflacyjne. Jak widzimy, to „pole bitwy” jest w gruncie rzeczy niewielkie w porównaniu przede wszystkim ze Strefą Euro. Świadczy to nie tylko o słabości potencjału kapitałowego gospodarki, ale też o iluzoryczności nadziei niektórych komentatorów co do tego, że bank centralny mógłby swą polityką skutecznie wpłynąć na procesy gospodarcze, które prowadzą do presji na wzrost cen, jeśli nawet od tej strony, czyli kreowanego przez rynek pieniężny popytu, taka presja jest wywoływana. Potwierdzają to zebrane w tabeli 6. dane dotyczące depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Depozyty stanowiące część agregatu M1 (depozyty bieżące) i M2 (terminowe) tworzą potencjał dla zakupów dóbr trwałego użytku i dla inwestycji kapitałowych, których ewentualnie podejmują się gospodarstwa domowe czy przedsiębiorstwa, ale też zabezpieczają płynność zaspokajania bieżących potrzeb. W przypadku gospodarstw domowych te ogólne makroekonomiczne dane oczywiście nie odzwierciedlają realnej sytuacji, obraz bliższy realiom daje podejście strukturalne. Badania Assay Group wskazują, że w 2022 roku tylko 57% Polaków deklaruowało posiadanie jakichkolwiek oszczędności (o 1 p.p. więcej niż w 2021 roku), średnia wartość zgromadzonych środków tych, którzy je w ogóle posiadają to 35,8 tys. zł (o prawie 6 tys. więcej niż w 2021 roku), ale tylko połowa Polaków deklaruje, że za swoje oszczędności mogłaby utrzymać się nie dłużej niż pół roku (z czego 16% przez 1–2 miesiące, a 23% przez 3–5 miesięcy), a rzeczywista wartość zgromadzonych przez Polaków oszczędności pozostaje na praktycznie niezmiennym poziomie (*Assay index 2022...*, [http](http://), s. 7–8).

Ten majątkowy stan Polaków zbliża się do przeciętnego stanu w krajach OECD. Opracowanie sprzed 5 lat dotyczące krajów skupionych w tej organizacji – są to wszak wysoko rozwinięte kraje demokratyczne – wykazało, że ponad 40% ludzi nie posiada płynnych aktywów finansowych, które nie pozwoliłyby im popaść w biedę, gdyby musieli zrezygnować na trzy miesiące ze swych dochodów (Balestra, Tonkin, 2018), co jak zauważają Joseph Stiglitz i współpracujący z nim autorzy, wskazuje na dość powszechną wrażliwość na nieprzewidziane wstrząsy ekonomiczne (Stiglitz, Fitoussi, Durand, 2019, s. 78). Dla ludzi o tak słabej pozycji finansowej polityka banku centralnego nie ma praktycznie żadnego znaczenia, są poza polem jej oddziaływania.

Tabela 6. Depozyty gospodarstw domowych (G) i przedsiębiorstw (P) w % PKB

Kraj	2018		2019		2020		2021		2022	
	G	P	G	P	G	P	G	P	G	P
Polska	38,4	13,1	39,2	12,9	42,1	14,7	40,7	15,0	36,5	14,1
Czechy	46,6	19,0	46,6	18,4	51,8	20,3	53,0	20,7	50,1	19,7
Słowacja	40,4	14,1	41,1	14,1	44,8	15,3	45,6	15,4	42,6	15,3
Węgry	20,8	18,6	20,9	18,5	23,4	22,1	23,9	23,6	20,9	21,7
Strefa Euro	62,1	21,0	63,1	21,2	70,4	24,9	69,7	26,2	66,9	25,7
Strefa Euro a Polska (relacja)	1,62	1,60	1,61	1,64	1,67	1,69	1,71	1,75	1,83	1,82

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Dane w tabeli 6. uświadamiają nam, że ogólnie biorąc poziom depozytów w relacji do PKB jest w Polsce bardzo niski – zarówno depozyty gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw były w minionym roku w Strefie Euro wyższe o ponad 80%, podczas gdy w 2018 roku ta różnica wynosiła 60%. Co ciekawe, oszczędności gospodarstw domowych są w Polsce wyższe niż na Węgrzech, ale jeśli chodzi o przedsiębiorstwa, to tylko Słowacja ma wskaźnik zbliżony, pozostałe z prezentowanych są wyraźnie wyższe. Nasza gospodarka wygenerowała zatem relatywnie niski zasób zgromadzonych w systemie bankowym oszczędności, co praktycznie oznacza, że niski jest potencjał kapitału finansowego.

Oszczędności zgromadzone jako depozyty bankowe budują pasywną stronę bilansów banków, nie stanowią same w sobie czynnika generującego presję na procesy inflacyjne, a wręcz przeciwnie, jako pieniądź odłożony – przeciwdziałają jej. Natomiast druga strona bilansów, czyli należności banków – od gospodarstw domowych, ale przede wszystkim od przedsiębiorstw – są uaktywnieniem depozytów, wprowadzeniem odłożonego pieniądza do gospodarki – i to one stanowią (mogą stanowić) element presji inflacyjnej, gdyż generują dochody gdy kredytobiorcy uzyskane kredyty wydają.

Zatem należności banków są tym realnym polem oddziaływania banku centralnego poprzez politykę stóp procentowych. Narzędziem oddziaływania jest przede wszystkim stopa referencyjna, bank centralny wpływa nią na rynek międzybankowy, relacje między bankiem centralnym a bankami komercyjnymi i związki między nimi – i na komercyjny rynek kredytowy, gdyż oprocentowanie wielu kredytów ma bezpośredni związek z tą stopą. Gdyby zatem gospodarka była silnie rozgrzana, nadmierna kreacja kredytu powodowała wtórne kreowanie dochodów, które byłyby źródłem presji inflacyjnej, to moglibyśmy oczekiwać, że podwyższenie tej stopy zredukuje tę nadmierną presję, ostudzi gospodarkę i powstrzyma proces wzrostu cen prowadzący do inflacji. To te kredyty są realnym polem oddziaływania banku

centralnego. Przyjrzyjmy się zatem, jak wielkie realnie jest to pole. Dane tabeli 7. pokazują, jaki jest stan należności od gospodarstw domowych i od przedsiębiorstw, w jakim stopniu – w relacji do PKB – i w porównaniu z innymi krajami kredytuja się te dwie grupy podmiotów.

Tabela 7. Należności banków od gospodarstw domowych (G) i od przedsiębiorstw niefinansowych (P) w % PKB

Kraj	2018		2019		2020		2021		2022	
	G	P	G	P	G	P	G	P	G	P
Polska	33,3	16,3	32,9	15,9	33,7	15,4	31,1	13,6	26,7	12,5
Czechy	29,5	19,7	29,4	19,4	31,7	19,9	32,1	19,1	31,0	18,0
Słowacja	38,9	20,2	40,3	20,1	43,7	20,8	44,4	20,3	44,7	20,3
Węgry	13,8	16,1	13,9	16,5	15,8	18,4	15,8	17,8	14,5	16,7
Strefa Euro	48,9	37,7	48,8	37,0	52,8	40,1	50,8	38,8	49,0	37,4
Strefa Euro a Polska (relacja)	1,47	2,31	1,48	2,33	1,57	2,6	1,63	2,85	1,84	2,99

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Jak widzimy, należności od przedsiębiorstw są w relacji do PKB wyjątkowo niskie, trzykrotnie niższe niż w Strefie Euro, a co ważne – sukcesywnie spadają – co potwierdza rys. 3. Ta spadkowa tendencja oznacza, że praktycznie nie ma popytu na nowe kredyty, są nabywane przez przedsiębiorstwa od banków tylko na podstawowe potrzeby, w jakimś minimalnym zakresie – a stare zobowiązania stopniowo wygasają, spłacane przez kredytobiorców.

Należności od gospodarstw domowych są w relacji do PKB o ponad 80% mniejsze niż w Strefie Euro, też zmniejszają się od 2020 roku. Co charakterystyczne, są porównywalne z Czechami, wyraźnie niższe niż na Słowacji, a z kolei wyraźnie wyższe niż na Węgrzech – to kwestia przede wszystkim specyfiki rynku mieszkań i roli kredytu hipotecznego.

Porównania międzynarodowe wskazują zatem, że praktycznie wszystkie wskaźniki związane z wielkością zasobu pieniądza i jego elementów są w Polsce bardzo niskie. Ogólny wniosek, jaki wynika z tego obrazu należności wobec sektora bankowego, czyli praktycznie realizowanego przez system bankowy kredytowania jest taki, że to pole oddziaływania banku centralnego jest nadzwyczaj skromne, nieuprawnione merytorycznie są wnioski co do polityki pieniężnej, że zwiększenie stóp banku centralnego spowodowałoby obniżenie inflacji – po prostu pole oddziaływania jest zbyt wąskie, a merytoryczne podstawy takich propozycji nie istnieją.

Trzeba zwrócić uwagę na jeszcze jeden ważny aspekt procesów finansowych, jakie miały miejsce w okresie pandemii. Rząd dla uchronienia gospodarki przed

zapaścią, do jakiej mogłoby dojść w wyniku restrykcji wymuszonych przez stan pandemii COVID-19 zastosował program tzw. antykryzysowych Tarcz Finansowych PFR – był to bezprecedensowy, sprawnie wdrożony rządowy program chroniący polskich przedsiębiorców i gospodarkę przed skutkami pandemii koronawirusa (*PFR podsumował program Tarcz...*, [http](http://)). Był on oczywiście kreacją pieniądza, ale pieniądz ten pozwolił podtrzymać funkcjonowanie gospodarki, nie wywołał jednak istotnej presji inflacyjnej. Efektem niskiego kredytowania i napływu tego dodatkowego pieniądza był bowiem silny wzrost nadpłynności sektora bankowego, co ukazuje tabela 8.

Tabela 8. Nadpłynność sektora bankowego w mld zł

Rok	Nadpłynność	w % M3	w % PKB
2011	90,1	10,2	5,8
2012	116,0	12,6	7,2
2013	123,5	12,6	7,6
2014	99,2	9,4	5,8
2015	87,7	7,6	4,9
2016	76,9	6,1	4,2
2017	83,4	6,3	4,2
2018	86,6	6,0	4,1
2019	86,3	5,5	3,8
2020	183,8	10,1	7,9
2021	253,9	12,8	9,7
2022	236,6	11,3	7,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Jest to nadwyżka środków pozostająca w sektorze bankowym ponad wymagany poziom rezerwy obowiązkowej, czyli środki, które wpłynęły do banków, ale nie zostały uaktywnione poprzez udzielanie kredytów, w rezultacie „uwięzły” w sektorze i były lokowane na kontach depozytowych banków w banku centralnym – stąd interpretacja nadpłynności jako zadłużenia banku centralnego w prywatnych bankach. Jak widzimy, nadpłynność sektora bankowego dramatycznie wzrosła w 2020 roku – do prawie 8% PKB i następnie w 2021 roku do prawie 10% PKB, w 2022 roku nieco się zmniejszyła, ale nadal jest wysoka. Oznacza to, że znaczna część zasobu pieniądza – ponad 10 i prawie 13% w relacji do PKB – nie trafiała do gospodarki to nawet dwa razy więcej niż w „normalnych” latach. Jednocześnie jednak wynikające z pandemii szoki podażowe i popytowe stały się źródłem wzrostu ryzyka gospodarczego i wzrostu cen zaopatrzeniowych, pojawiła się zatem inflacja, która z polityką pieniężną nie miała żadnego związku – ani nie była ona powodem, ani nie mogła jej zapobiec. Gospodarka nie była

w stanie „wchłonać” wykreowanego pieniądza, tarcze antykrzysowe podtrzymywały popyt, ale podmioty gospodarcze nie miały motywacji do korzystania z kredytu pomimo jego taniości, bo gospodarka była mrożona przez ograniczenia pandemiczne. Można też powiedzieć, że wykreowany pieniądz został skutecznie „obezwładniony” w formie nadpłynności sektora.

Rynek pieniężny nie był zatem źródłem inflacji, a to prowadzi do wniosku, że wszelkie postulaty bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, forsowania tzw. dodatnich realnie stóp procentowych banku centralnego, świadczyły o błędnej ocenie rzeczywistości, powierzchownej, niemerytorycznej ocenie sytuacji.

Nawet gdyby inwestycje oparte na kredycie, miały większe znaczenie, to i tak podwyższenie stóp nie musiałyby dać efektu w postaci obniżenia inflacji – była ona przecież wywołana przez czynniki zewnętrzne. Trzeba jednakowoż mieć na uwadze skutki wszelkich działań dla wzrostu gospodarczego. Jak zauważył przywołany już J.K. Galbraith w swej ostatniej, głośnej książce wydanej w 2004 roku (napisał ją dwa lata przed śmiercią, w wieku 96 lat, jako swego rodzaju „testament ekonomisty”), „wyższe stopy procentowe [*i tak, w zasadzie* – przyp. J.Ż.] nie spowalniają inwestycji przemysłu, nie mają wielkiego znaczenia, naprawdę liczą się lepsze perspektywy sprzedaży [...] decydującymi siłami [...] są wydatki konsumpcyjne i spowodowane nimi inwestycje przemysłowe, działania banku centralnego wpływają na nie w minimalnym stopniu [...] Rezerwa Federalna nie ma tu żadnej rozstrzygającej roli, tylko w naiwności można wierzyć, że wpływa na ogólne wydatki konsumentów i firm” (Galbraith, 2005, s. 65–66). Ale, jak zauważa dalej: „jedynym w pełni godnym zaufania lekarstwem na recesję jest solidny strumień popytu konsumpcyjnego [...] recesja wymaga solidnego strumienia siły nabywczej, zwłaszcza dla potrzebujących, którzy będą wydawali” (Galbraith, 2005, s. 78–79), czyli tych, których charakteryzuje wysoka stopa konsumpcji – rozumiana jako procent dochodów przeznaczanych na zaspokojenie potrzeb konsumpcyjnych.

Podstawowy sens tej opinii Galbraitha jest taki, że najważniejsze jest chronienie wzrostu gospodarczego, zatem polityka banku centralnego nie może szkodzić gospodarce, musi być wyważona i prowadzona z pełną świadomością tego, że siły i stabilności pieniądza nie zbuduje się przez osłabianie i destabilizację gospodarki. Postulat bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej miałby ewentualnie pewne podstawy, gdyby inflacja miała swe źródło w nadmiernym popycie – ale to tylko wtedy, gdyby ten popyt wynikał z wybujałej aktywności na rynku pieniężnym, zatem przyczyną jego wzrostu byłaby nadmierna akcja kredytowa, będąca konsekwencją „przegrzania” gospodarki, a więc gdyby miała miejsce nadmierna kreacja dochodów poprzez kredyt. Jeśli tak tworzone dochody wywołują silną presję na rynki dóbr, czyli pojawiają się „ludzie z portfelami pełnymi pieniędzy”, a jednocześnie producenci mają wykorzystane rezerwy mocy produkcyjnych i nie mogą odpowiadać na popyt zwiększeniem podaży, więc zwiększają ceny – to wtedy można postulować, by bank centralny zaczął „ściągać lejce” rozpedzonej

gospodarce. Mógłby wtedy próbować zahamować ekspansję kredytów i w ten sposób powstrzymać nadmierną kreację dochodów. Ale my w Polsce nie mamy takiej sytuacji. Jak zostało tu wykazane, w Polsce rynek kredytowy jest słaby, działania restrykcyjnej polityki pieniężnej jedynie zaszkodziłyby słabemu przemysłowi, w którym wielkie jest znaczenie małych, słabych kapitałowo przedsiębiorstw, podtrzymywanych przez sprzyjającą im, można nawet powiedzieć, że ochronną wobec nich, politykę gospodarczą.

Warto tu zauważyć, że wejście do Strefy Euro wcale by naszej pozycji nie poprawiło, ona by się pogorszyła, bo złoty ma kurs rynkowy w stosunku do parytetu siły nabywczej wciąż słabszy, co jest korzystne dla firm eksportowych, pozwala im podtrzymać pozycję konkurencyjną, zatem po wejściu do strefy euro, gdy ceny dostosowałyby się do poziomu europejskiego (prawo jednej ceny), a płace też by rosły, ale wolniej, natomiast przeliczenie zasobów pieniężnych, stanowiących potencjał kapitałowy gospodarki, według kursu rynkowego osłabiłoby ten potencjał i zepchnęłoby nas do kategorii słabych krajów peryferyjnych. Wielu komentatorów opowiadających się za szybkim wejściem do Strefy Euro nie docenia tego, że relatywnie – w stosunku do parytetu siły nabywczej – słaby pieniądz stawia w lepszej pozycji, a przejście na mocniejszy pieniądz, jakim jest euro, spowodowałoby utratę tych korzyści⁹.

BIBLIOGRAFIA

- Assay index 2022* (2022). *Wskaźnik gotowości inwestycyjnej Polaków*. Warszawa: Assay-group. Pobrane z: <https://assay.pl/strefa-inwestora/raporty-assay/assay-index-2022/> (2023.11.13).
- Balestra, C., Tonkin, R. (2018). Inequalities in household wealth across OED countries: Evidence from the OECD Wealth Distribution Database. *OECD Statistics Working Papers, 01*, 1–69. DOI: 10.1787/7elbf673-en.
- Białek, J. (2019). *Metodologia pomiaru inflacji: stan obecny i wyzwania*. Warszawa: Uniwersytet Łódzki, Główny Urząd Statystyczny.
- Galbraith, J.K. (2005). *Gospodarka niewinnego oszustwa, Prawda naszych czasów*. Warszawa: Wydawnictwo MT Biznes.
- Ilu uchodźców z Ukrainy jest w Polsce*. Pobrane z: <https://300gospodarka.pl/news/uchodzcy-z-ukrainy-w-polsce-liczba> (2023.11.13).

⁹ Potwierdza to przykład Chorwacji, skąd nadchodzą sygnały, które powinny zwolenników euro zachęcić do ponownego przemyślenia tej kwestii. Jak się okazuje, po przejściu na euro turyści odwołują rezerwacje, jeśli są, to „przyjadą, nic nie wydają, kręcą się w kółko lub całymi dniami leżą na plaży. Przynoszą swoje jedzenie i sami gotują”, „Nie dziwi zatem, że turyści wybierają wczasy w tańszej Turcji, Grecji czy Egipcie”. To efekt znacznego wzrostu cen usług turystycznych po przejściu kraju na walutę euro (*Problemy turystów w Chorwacji...*, [http](http://)).

- Miesięczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych od 1982 roku. Pobrane z: <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-/miesieczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-od-1982-roku/> (2023.11.13).
- James, H. (2021). *Historia Banku Anglii, Jak powstawał nowoczesny bank centralny*. Warszawa: PWN.
- PFR podsumował program Tarcz Finansowych PFR*. Pobrano z: pfrsa.pl (2023.11.13).
- Problemy turystów w Chorwacji. Wprowadzenie euro spowodowało skok cen nawet o 100 proc.* Pobrano z: <https://forsal.pl/lifestyle/turystyka/artykuly/8743725,problemy-turystow-w-chorwacji-wprowadzenie-euro-spowodowalo-skok-cen.html> (2023.11.13).
- Spencer, M.H. (1977). *Contemporary Macroeconomics*. Hampshire: Worth Publishers.
- Stiglitz, J.E., Fitoussi, J-P., Durand, M. (2019). *Poza PKB mierzymy to, co ma znaczenie dla rozwoju społeczno-gospodarczego*. Warszawa: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Tarullo, D.K. (2017). *Monetary Policy Without a Working Theory of Inflation*. *Hutchins Center Working Paper*, 33, 1–18.
- Żyżyński, J. (1997). *Pieniądz a transformacja gospodarki*. Warszawa: Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego.
- Żyżyński, J. (2017). *Statystyka opisowa i matematyczna dla zarządzania*. Warszawa: Wydawnictwa Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

Streszczenie

Celem artykułu jest przeanalizowanie problemu inflacji i reakcji na nią w sytuacji gospodarczej, w jakiej znalazła się Polska w ostatnich latach. Autor po pierwsze podejmuje podstawową kwestię definicji inflacji. Wskazuje, że inflacja jest to proces zmian cen. Powszechnie jednak błędnie identyfikuje się inflację z miarą jej rocznych skutków. W efekcie, w sytuacji gdy od kilku miesięcy ceny nie zmieniają się, czyli w myśl tej definicji nie ma inflacji, ale jednocześnie ceny te są wyższe niż 12 miesięcy wcześniej, w wyniku czego roczny wskaźnik wynosi kilka procent, mówi się, że inflacja jest wciąż wysoka. Autor podkreśla, że powszechny błąd metodologiczny polega na tym, że mylone jest zjawisko z miarą tego zjawiska, a ściślej biorąc z miarą rocznych jego skutków. To nie tylko podsyca oczekiwania inflacyjne, ale może prowadzić do forsowania zbyt restrykcyjnej polityki pieniężnej. Na prostym przykładzie autor pokazuje, że polityka pieniężna nie może kierować się wskazaniami miary inflacji, której wartość zależy od tego, co dzieje się z cenami rok wcześniej, powinna kierować się obserwacją zmian miary miesięcznej i ocenami jej kształtowania się w przyszłości. Autor wskazuje, że przyczyny inflacji są zarówno podażowe i popytowe, zewnętrzne i wewnętrzne. Podkreśla, że bank centralny nie ma wpływu na inflację, gdy przyczyny są zewnętrzne i mają charakter podażowy, wynikają ze wzrostu zewnętrznych kosztów, jak i nie ma wpływu także wtedy, gdy przyczyny popytowe mają charakter zewnętrzny, zwracając uwagę na to, że w Polsce istotne znaczenie miał przyrost popytu w wyniku napływu z Ukrainy ludności, a w efekcie i popytu. Autor przypomina, że bank centralny swą polityką pieniężną oddziałuje bezpośrednio na rynek pieniężny i może efektywnie zredukować inflację wtedy, gdy jej przyczyną jest ekspansja kredytu i skutkiem tego nadmierny wzrost popytu – wtedy zaostrenie polityki pieniężnej ma na celu zredukowanie tej ekspansji kredytowej. Wykorzystując dane statystyczne pokazuje, że nadmiernej ekspansji kredytu nie było, zasób pieniądza po krótkotrwałym wzroście w początkach pandemii powracał do wartości sprzed pandemicznego kryzysu, a kredyty i należności w relacji do PKB zmniejszały się, w wyniku czego pole oddziaływania polityki pieniężnej zawężało się, co

nie dawało podstaw do jej zaostrzania, co sugerowano w publicystyce ekonomicznej – zwłaszcza przy utrzymywaniu się wysokiej nadpłynności sektora bankowego. Autor podkreślił, że w polityce pieniężnej trzeba mieć na uwadze to, że siły i stabilności pieniądza nie zbuduje się przez osłabianie i destabilizację gospodarki.

Słowa kluczowe: inflacja, polityka pieniężna, bank centralny, zasób pieniądza.

The phenomenon of inflation and monetary policy in Poland in recent years

Summary

The aim of the article is to analyse the problem of inflation and the reaction to it in the economic situation in which Poland has found itself in recent years. The author first addresses the fundamental issue of defining inflation. He indicates that inflation is a process of price changes. However, inflation is commonly misidentified as a measure of its annual effects. As a result, in a situation where prices have not changed for several months – according to this definition, there is no inflation – yet prices are higher than 12 months earlier, resulting in an annual rate of several percent, it is said that inflation is still high. The author emphasizes that a common methodological error consists in confusing a phenomenon with its measure, or more precisely, with the measure of its annual effects. This not only fuels inflation expectations, but may lead to excessively restrictive monetary policy. Using a simple example, the author shows that monetary policy cannot be guided by the indications of the inflation measure, the value of which depends on what happened to prices a year earlier, but should be guided by the observation of changes in the monthly measure and assessments of its future developments. The author indicates that the causes of inflation are both supply and demand, external and internal. He emphasises that the central bank has no influence on inflation when the causes are external and supply-related, resulting from an increase in external costs. He also highlights that the central bank has no influence when external demand causes inflation. He draws attention to the fact that in Poland, what was important, was the increase in demand resulting from the inflow of people from Ukraine and, as a result, demand. The author reminds that the central bank has a direct impact on the money market with its monetary policy and can effectively reduce inflation when it is caused by credit expansion and, as a result, an excessive increase in demand in which case the tightening of monetary policy is aimed at reducing this credit expansion. Using statistical data, it shows that there was no excessive expansion of credit, the money stock, after a short-term increase at the beginning of the pandemic, returned to the value before the pandemic crisis, and loans and receivables in relation to GDP decreased, as a result of which the scope of influence of monetary policy narrowed. This did not provide grounds for tightening it, which was suggested in economic journalism – especially with the persisting high excess liquidity of the banking sector. The author emphasised that, in monetary policy, it is necessary to bear in mind that the strength and stability of money cannot be built by weakening and destabilising the economy.

Keywords: inflation, monetary policy, central bank, money supply.

JEL: E31, E51, E52, E58.