

Jak Javier Milei obniżył inflację?

Analiza ekonomiczna z uwzględnieniem polskich doświadczeń

Autor: **Mateusz Benedyk**

Artykuł niniejszy stanowi roboczą wersję artykułu („working paper”), którego angielska wersja czeka na recenzję w jednym z polskich czasopism naukowych. Teksty publikowane jako working papers wyrażają poglądy ich Autorów — nie są oficjalnym stanowiskiem Instytutu Misesa.

Wstęp

Polityka gospodarcza prowadzona przez administrację Javiera Mileia bywa nazywana terapią szokową. Ekonomiczny portal Bloomberg nazwał tak nawet cotygodniowy felieton poświęcony gospodarce Argentyny pod rządami Mileia. To sformułowanie Polakom przywodzi oczywiście na myśl politykę gospodarczą prowadzoną przez Leszka Balcerowicza w Polsce na przełomie 1989 i 1990 roku. Powierzchnowych podobieństw pomiędzy przypadkiem polskiej gospodarki pod koniec 1989 roku i argentyńskiej pod koniec 2023 roku można by wymienić więcej niż tylko używanie przez dziennikarzy terminu „terapia szokowa”. Obie gospodarki musiały zmierzyć się z: oficjalnym kursem walutowym odbiegającym od tego ustalanego rynkowo, wysokim zadłużeniem w walutach obcych, przyspieszającą inflacją, niekonkurencyjnością przemysłu chronionego przez ograniczenia handlu zagranicznego czy wysokim budżetowym kosztem subsydiowania energii.

Oczywiście celem tego artykułu nie jest dowodzenie, że reformy Balcerowicza i Mileia mają podobny charakter – Argentyna, choć zetatyzowana, miała jednak w punkcie wyjścia rynkową gospodarkę i prywatne przedsiębiorstwa dominujące w produkcji czy zatrudnieniu. Niemniej jednak w moich analizach argentyńskiej polityki pieniężnej i jej skutków napotkałem trudności interpretacyjne, w rozwiązaniu których pomogło mi ponowne spojrzenie na proces walki z inflacją w Polsce na przełomie 1989 i 1990 roku. Ten artykuł stawia sobie za cel zbadanie dynamiki inflacji i kreacji pieniądza w Argentynie w pierwszych

kilkunastu miesiącach rządów Javiera Mileia i próbę wskazania najważniejszych czynników w procesie obniżania inflacji mierzonej zmianami wskaźnika CPI. Żeby ten cel osiągnąć – oprócz analizy danych z argentyńskiej gospodarki i posunięć z zakresu polityki pieniężnej w tym kraju – odwołałem się także do doświadczeń polskiej sytuacji pieniężno-inflacyjnej z pierwszych miesięcy transformacji ustrojowej. W kolejnych częściach artykułu przedstawię: 1) główne zmiany w polityce pieniężnej Argentyny po objęciu władzy przez Mileia; 2) analizę skutków tej polityki w zakresie zmian w podaży pieniądza i stopy inflacji CPI; 3) historię polskiej walki z inflacją na przełomie 1989 i 1990 roku; 4) wnioski z analiz w zakresie najważniejszych czynników odpowiedzialnych za spadek inflacji w Argentynie i Polsce w omawianych okresach; 5) możliwe pytania dla dalszych badań inspirowane wynikami moich analiz.

Polityka pieniężna Argentyny od grudnia 2023 do kwietnia 2025 r.¹

Jeśli chodzi o sferę monetarną, Javier Milei do wyborów w 2023 roku szedł z ambitnymi celami. Swym wyborcom obiecywał dolaryzację gospodarki i likwidację banku centralnego. W swoich happeningach, dzięki którym zyskał rozpoznawalność w kraju i na świecie, niszczył nawet kijem model banku centralnego². Po dojściu do władzy w polityce monetarnej zaszły zasadnicze zmiany, ale jak na razie bank centralny Argentyny dalej istnieje, a peso jest ciągle w użyciu. Do najważniejszych zmian, które zaszły w działaniu banku centralnego pod przewodnictwem nowego prezesa Santiago Bausilego powołanego jeszcze w grudniu 2023 roku³, zaliczyłbym:

¹ W kwietniu 2025 roku Argentyna zawarła kolejną umowę pożyczkową z Międzynarodowym Funduszem Walutowym i dokonała dalszych zmian w systemie pieniężnym i polityce pieniężnej. Opisanie i analiza skutków tych zmian może być także ciekawym celem badawczym, ale wykracza on poza ramy tego artykułu, dlatego tutaj przyjąłem taką cezurę czasową.

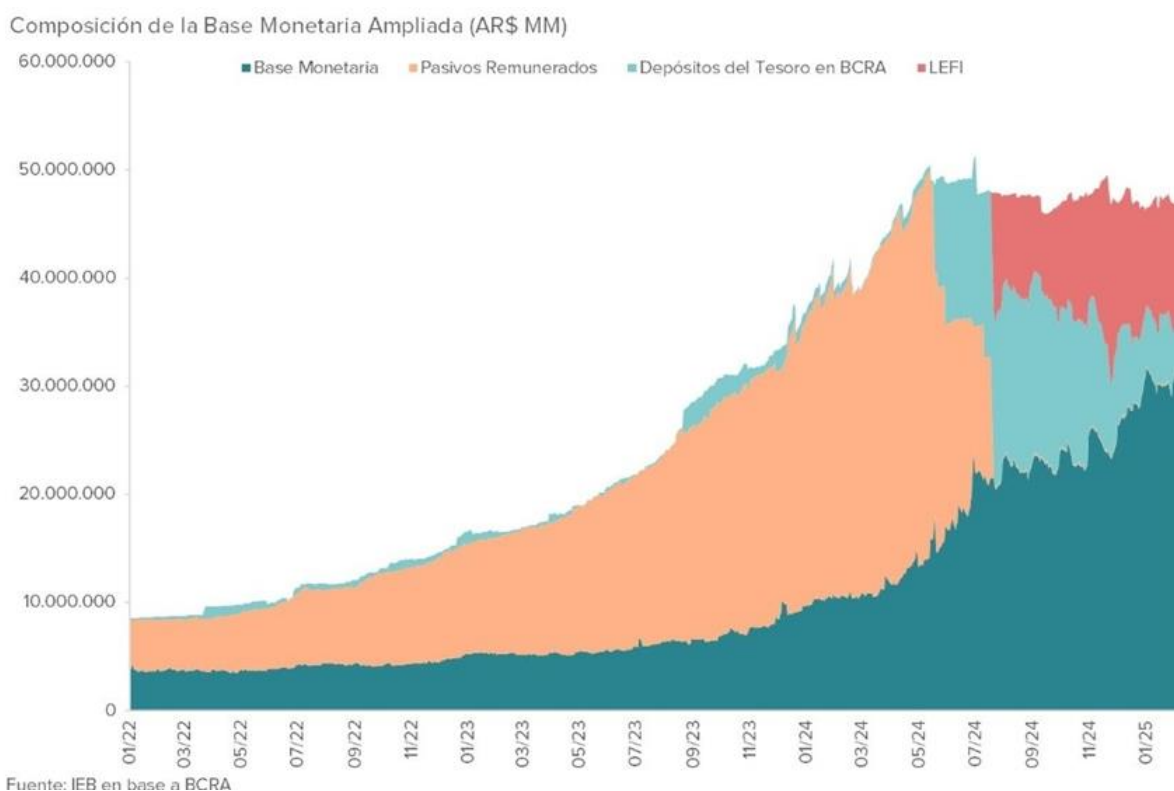
² Philipp Bagus, *Era Mileia. Argentyna na nowej ścieżce*, tłum. S. Wójtowicz, Wrocław 2025, s. 42.

³ Syntetyczny opis zmian w polityce banku centralnego można znaleźć między innymi w opracowaniach Międzynarodowego Funduszu Walutowego (jak cytowane w bibliografii: *Eighth Review under the Extended Arrangement* czy *Request for an Extended Arrangement under the Extended Fund Facility*). Do specyfiki rządów Mileia należy jednak także fakt, że wiele najważniejszych działań jest komunikowanych i tłumaczonych w nieoficjalnych kanałach – jak media społecznościowe najważniejszych urzędników ministerstwa gospodarki (zwłaszcza na portalu X) czy zaprzyjaźnione kanały na YouTube. Wśród tych ostatnich wyróżnia się zwłaszcza kanał Carajo, który regularnie jest oddawany najważniejszym decydentom polityki gospodarczej w ramach nadawanego na żywo cyklicznego programu Tres Anclas, w którym często goszczą np. Minister Gospodarki Luis Caputo czy wspomniany prezes banku centralnego.

- Zaprzestanie finansowania rządu przez bank centralny – bank centralny przestał finansować deficyt budżetu centralnego (wcześniej rząd emitował np. weksle, które bank centralny kupował i utrzymywał w swoich aktywach);
- Koniec z automatycznymi, krótkoterminowymi płatnymi zobowiązaniami wobec banków – jednym z motorów inflacji w Argentynie była praktyka emisji pieniądza na potrzeby rządu i ściągania z rynku rezerw banków komercyjnych przez jednodniowe, wysokooprocentowane pożyczki banków komercyjnych dla banku centralnego. Odsetki od tych pożyczek w skali roku stały się drugim ważnym źródłem kreacji pieniądza. Zaprzestano automatycznego odnawiania tych transakcji i pozwolono na pojawienie się większej sumy depozytów banków komercyjnych w banku centralnym, przeprowadzając jedynie operacje otwartego rynku o zaplanowanej wielkości;
- Wprowadzenie specjalnych papierów skarbowych (LEFI) na potrzeby przeprowadzania operacji otwartego rynku. Dzięki temu wszystkie odsetki dla banków komercyjnych zaczęły pochodzić z depozytów skarbu państwa, a nie z emisji nowego pieniądza;
- Dewaluacja peso i wprowadzenie 2% miesięcznej dewaluacji – w grudniu 2023 roku zmieniono oficjalny kurs dolara z niecałych 400 na 800 peso i pozwolono na stopniowe osłabianie się peso w tempie 2% miesięcznie (w lutym 2025 r. tempo dewaluacji zmniejszono do 1% miesięcznie). Dzięki temu znacznie spadła różnica pomiędzy oficjalnym a rynkowym kursem walutowym;
- Ułatwienie w używaniu walut obcych, amnestia podatkowa przy składaniu dolarów w depozytach bankowych – pomimo że nie wprowadzono dolaryzacji wprowadzono szereg ułatwień w używaniu walut obcych: zalegalizowano prowadzenie transakcji w obcych walutach, umożliwiono podawanie cen jedynie w obcych walutach i płatności bez pośrednictwa argentyńskiego pieniądza. Przeprowadzono także program amnestii podatkowej, w ramach której można było wpłacić obce waluty do systemu bankowego i zalegalizować przeszłe transakcje, w ramach których nabyto te obce waluty;
- Liberalizacja licznych cen i ograniczenie subsydiów do energii i transportu – choć działania tego typu nie należą co do zasady do polityki pieniężnej, to mają oczywisty wpływ na poziom inflacji. Rząd argentyński odszedł m.in. od

regulowania cen najmu czy paliw i zaczął ograniczać dopłaty do cen prądu czy transportu, co skutkowało systematycznym podnoszeniem cen tych usług płaconych przez finalnych konsumentów;

- Ograniczenie specyficznej miary bazy monetarnej do konkretnego poziomu od połowy 2024 roku – mniej więcej od połowy 2024 roku bank centralny Argentyny zaczął stosować politykę celowania wielkości specyficznej miary bazy monetarnej – do której oprócz standardowego zestawu: depozytów banków komercyjnych w banku centralnym i gotówki w obiegu, dodano także wspomniane wcześniej płatne zobowiązania wobec banków komercyjnych i nowo utworzone operacje otwartego rynku na papierach LEFI (zob. wykres 1.)



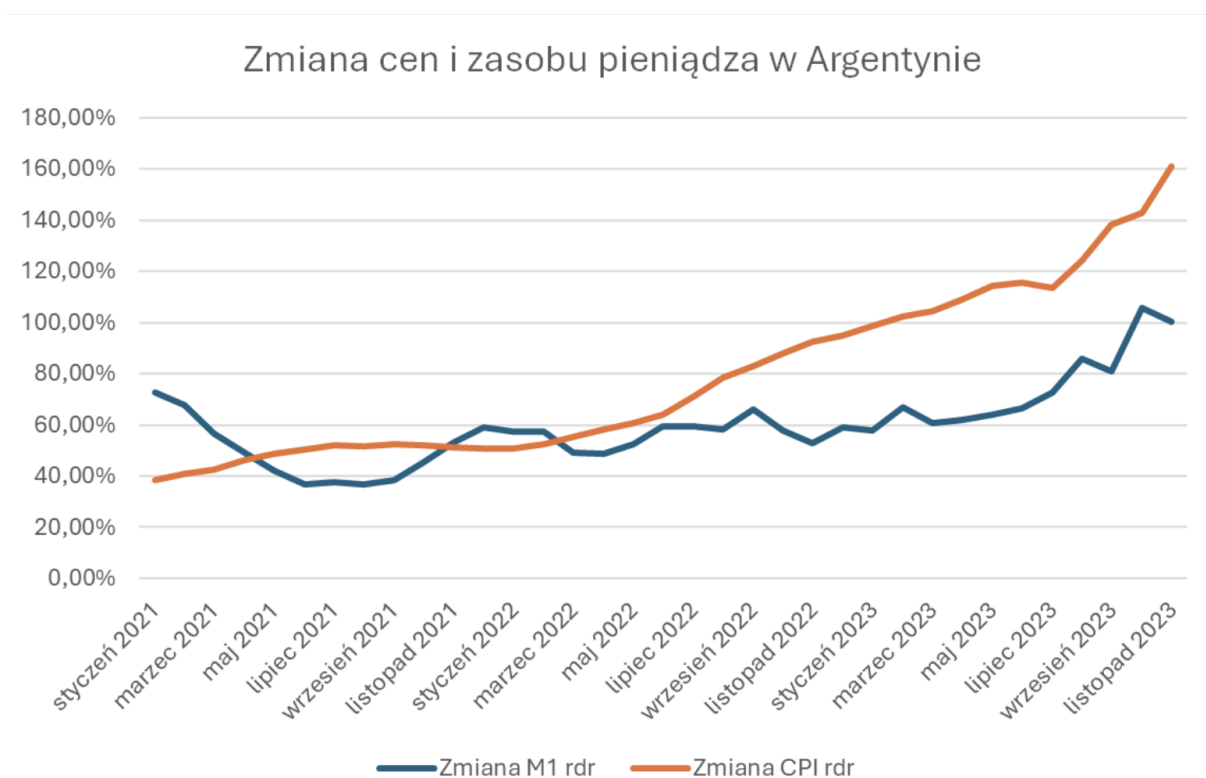
Wykres 1. Specyficzna miara bazy monetarnej stosowana do stabilizacji systemu pieniężnego przez argentyńskie władze pieniężne (suma standardowej bazy monetarnej, depozytów rządu w banku centralnym, płatnych zobowiązań wobec banków i operacji otwartego rynku na rządowych papierach wartościowych o nazwie LEFI) w latach 2022-2025. Źródło: Portal X, profil: @NachoAbuchdid (dostępne online 31 VII 2025 r.:

<https://x.com/NachoAbuchdid/status/1894068805652918576>).

- Ograniczanie kontroli przepływów kapitałowych – poprzednia administracja wprowadziła system kontroli kapitału, w ramach którego transakcje międzynarodowe musiały być prowadzone za pośrednictwem banku centralnego po oficjalnym kursie walutowym. Importerzy musieli np. czekać do 90 dni na zakup dewiz, żeby zapłacić kontrahentom. Te ograniczenia były stopniowo łagodzone: np. skrócono czas płatności za import do 30 dni, wyłączano drobne transakcje osób fizycznych z ograniczeń itp.;
- Odbudowywanie rezerw walutowych, choć z poszanowaniem ograniczenia bazy monetarnej – bank centralny zaczął też odbudowywać rezerwy walutowe, jednak zakupy obcych walut były ograniczane przez wspomniany powyżej nominalny cel wielkości specyficznie rozumianej bazy monetarnej;
- Wyższe nominały gotówki – żeby ułatwić praktyczne używanie argentyńskiego pieniądza wprowadzone wyższe nominały banknotów – przystosowane do wzrostu cen z poprzednich lat.

Skutki prowadzonej polityki pieniężnej

Dla oceny skutków zarysowanej powyżej polityki pieniężnej przyjrzą się danym dotyczącym zasobu pieniądza M1 i inflacji cen na poziomie konsumenta (CPI). Zanim jednak przeanalizuję te dane, dla lepszego zrozumienia sytuacji, w której znalazła się Argentyna u progu rządów Mileia, warto zerknąć na kształtowanie się tych makroekonomicznych wskaźników w latach 2021-2023 (wykres 2.)²



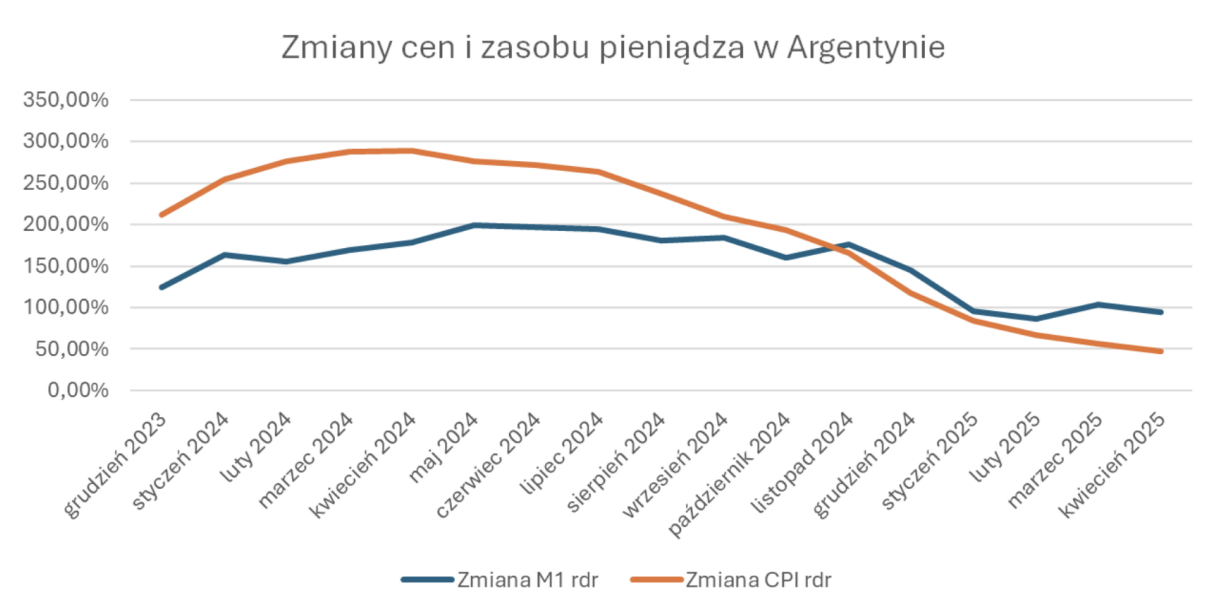
Wykres 2. Zmiana zasobu pieniądza M1 i wskaźnika cen dóbr konsumpcyjnych w Argentynie w latach 2021-2023 (rok do roku w procentach). Opracowanie własne na podstawie danych: INDEC i BCRA.

W 2022 roku przyrost cen zaczął wyprzedzać przyrost zasobu pieniądza w gospodarce. Takie zjawisko świadczy o szybkiej utracie zaufania obywateli do pieniądza, którym się posługują i jest charakterystyczne dla krajów z przyspieszającą inflacją⁴. Możemy powiedzieć, że maleje popyt na trzymanie pieniądza – ludzie, bojąc się utraty siły nabywczej swojego salda gotówkowego, wolą je wymienić na dobra i usługi, zanim ich ceny wzrosną jeszcze mocniej.

Jak zatem polityka nowego argentyńskiego rządu i zarządu banku centralnego wpłynęły na zmiany w zasobie pieniądza i poziomie cen konsumentów? Wykres 3. przedstawia dalsze losy analizowanych zmiennych makroekonomicznych. Stopa inflacji rosła dynamicznie do kwietnia 2024 roku (osiągając maksymalnie poziom prawie 290% rocznego wzrostu cen), po czym rozpoczęła systematyczny spadek, by w kwietniu 2025 r. spaść poniżej 50% rocznie. Tymczasem przyrosty zasobu pieniądza M1 swoje roczne maksimum

⁴ Ludwig von Mises, *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, tłum. Witold Falkowski, wyd. 2, Warszawa 2011, s. 363-364.

osiągnęły między majem a lipcem 2024 r., dobijając do 200% rocznie. Następnie dynamika przyrostu zasobu pieniądza spadała, choć wolniej niż inflacja, by w kwietniu 2025 r. zanotować roczny przyrost w okolicach 95% - prawie dwukrotnie większy niż stopa inflacji.



Wykres 3. Zmiana zasobu pieniądza M1 i wskaźnika cen dóbr konsumpcyjnych w Argentynie w latach 2023-2025 (rok do roku w procentach). Opracowanie własne na podstawie danych: INDEC i BCRA.

Żeby jeszcze lepiej pokazać dynamikę procesów inflacyjnych w tabeli 1. zebrałem dane o miesięcznej stopie inflacji CPI. W pierwszych miesiącach rządów Mileia dewaluacja peso i liberalizacja cen doprowadziły do bardzo szybkich przyrostów cen, które jednak z każdym miesiącem traciły na impecie. Już od maja 2024 r. miesięczna stopa inflacji spadła w okolice 4%. Taka miesięczna stopa inflacji daje roczną inflację w okolicach 60%.

grudzień 2023	25,50%
styczeń 2024	20,60%
luty 2024	13,20%
marzec 2024	11,00%
kwiecień 2024	8,80%
maj 2024	4,20%
czerwiec 2024	4,60%
lipiec 2024	4,00%

sierpień 2024	4,20%
wrzesień 2024	3,50%
październik 2024	2,70%
listopad 2024	2,40%
grudzień 2024	2,70%
styczeń 2025	2,20%
luty 2025	2,40%
marzec 2025	3,70%
kwiecień 2025	2,80%

Tabela 1. Miesięczna zmiana wskaźnika CPI w Argentynie w latach 2023-2025.

Źródło: INDEC.

Jednocześnie przyrosty podaży pieniądza M1 w tym samym czasie jeszcze się rozpędzały i do końca badanego okresu nie spadły w okolice owych 60%. Tym samym mamy do czynienia z ciekawą sytuacją – spadki inflacji nastąpiły przy coraz większych wzrostach zasobu pieniądza w gospodarce. Wy tłumaczeniem tego zjawiska, w którym spadki inflacji wyprzedzają spadki przyrostów podaży pieniądza, zajmę się w kolejnych częściach artykułu.

Jak Polska uciekła z hiperinflacji

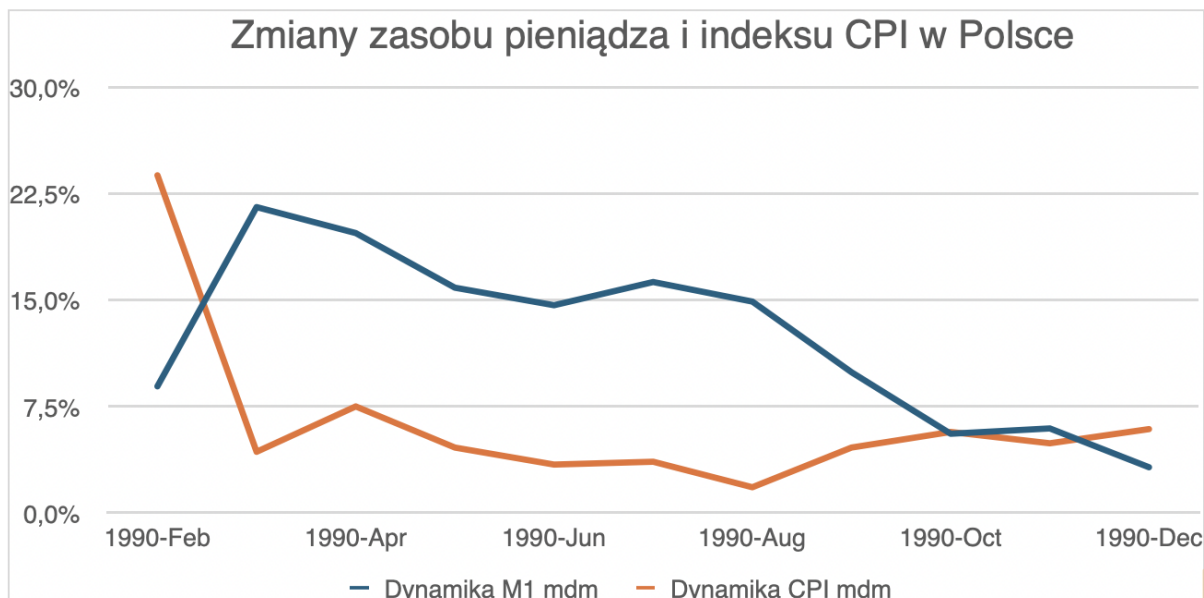
Gdy zauważyłem tę ciekawą prawidłowość, postanowiłem przyjrzeć się bliżej innemu epizodowi skutecznej walki z wysoką inflacją – doświadczeniem polskiej transformacji ustrojowej i spadkiem inflacji na początku lat 90⁵.

Przegląd statystyk⁶ pokazuje, że w 1989 roku w Polsce działały podobne mechanizmy ucieczki od pieniądza, które funkcjonowały w Argentynie od 2022 r. W latach 1985-1988 zasób pieniądza w Polsce przyrastał średniorocznie 33%, a w 1989 już o 190%. Za szybki przyrost zasobu pieniądza w roku 1989 odpowiadał

⁵ Historię tego epizodu można znaleźć m.in. w pracach: Paweł Franka, Anna Wisz, *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego od roku 1989*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace”, 1 (2015), s. 173–192; Grzegorz Wójtowicz, *Narodowy Bank Polski w okresie transformacji*, „Bank i Kredyt”, 5-6 (2006), s. 3-27. Ciekawym źródłem dla tego okresu jest też: Sprawozdanie z działalności Narodowego Banku Polskiego w 1989 roku, Warszawa 1990.

⁶ Dane przedstawione w tym akapicie zaczerpnąłem z kolejnych wydań Małego Rocznika Statystycznego z przełomu lat 80. i 90. Dane o agregatach monetarnych – w tym M1 – dla Polski znalazłem najwcześniej dla roku 1990 w bazie OECD i są one źródłem kolejnego wykresu.

głównie deficyt budżetowy i jego finansowanie przez bank centralny. Już w roku 1988 widać było symptomy utraty zaufania do polskiej waluty – wzrost cen osiągnął wówczas poziom 60,2%. W roku 1989 było to już 251% - znacznie powyżej wzrostów zasobu pieniądza.



Wykres 4. Miesięczne przyrosty agregatu monetarnego M1 i wskaźnika CPI w Polsce w 1990 r. Opracowanie własne na podstawie danych: OECD, GUS.

Pakiet reform gospodarczych znany jako plan Balcerowicza w kontekście zmian cen doprowadził do podobnej sytuacji co w Argentynie – pierwsze miesiące oznaczały gwałtowny ich przyrost, który jednak po pierwszym szoku gwałtownie wyhamował. Od marca 1990 r. miesięczne przyrosty wskaźnika CPI zaczęły oscylować wokół 5% (wykres 4.). Co ciekawe było to tempo wyraźnie wolniejsze od przyrostu zasobu pieniądza w gospodarce mierzonego agregatem M1 – ten od marca do sierpnia rósł comiesięcznie o 15-20%, a jego wzrost spowolnił dopiero pod koniec roku. Przypadek Polski jest w tym akurat względnie analogiczny do przypadku argentyńskiego – spadki inflacji poprzedzają spadki dynamiki przyrostu pieniądza. Jak możemy wytłumaczyć to zjawisko?

Próba wytłumaczenia badanego zjawiska

Odpowiedzią na pytanie o to, jak możliwy jest spadek stopy inflacji przy braku spadku dynamiki podaży pieniądza, jest zwrócenie uwagi na możliwość silnego wzrostu popytu na pieniądź. W przypadku nagromadzenia licznych zmian w gospodarce, które w odbiorze ludności zwiastują stabilizację sytuacji gospodarczej,

zaufanie do pieniądza może wrócić – odwracając częściowo wcześniejszą ucieczkę od pieniądza i chęć jak najszybszego pozbycia się salda gotówkowego. Wśród takich zmian szczególnie ważne wydaje się sama poprawa jakości takich wskaźników jak ceny – które nie są już tylko administracyjnym wymysłem prowadzącym do niedoborów rynkowych, ale relacjami, po których rzeczywiście można dokonywać realnych transakcji na rynku bez oglądania się na głos administracji rządowej. Zapowiedzi przerwania polityki zadłużania państwa, zakończenia procedury emisji pieniądza na pokrycie długu, zmniejszenia różnicy między rynkowym a oficjalnym kursem walutowym czy – jak w przypadku Polski – pozwolenia na rozwój sektora prywatnego w wielu nowych branżach mogą skłonić ludzi do posługiwania się na powrót krajową walutą, nawet jeśli zasób pieniądza ciągle dynamicznie przyrasta.

W tym kontekście używa się czasami sformułowania „nominalnej kotwicy”, która miałaby prowadzić do ostudzenia oczekiwań inflacyjnych społeczeństwa⁷. Takimi nominalnymi kotwicami miałyby być np. stały kurs walutowy lub obostrzenia co do wzrostu płac. Można jednak zauważyć, że tego typu mechanizmy istniały już w gospodarce PRL czy w Argentynie przed rządami Mileia i dopiero w połączeniu z całym zestawem szeroko zakrojonych reform gospodarczych (lub ich zapowiedzi) dały efekt w postaci wzrostu popytu na pieniądź, który zahamował wzrost inflacji. Mówiąc inaczej, ważniejsze jest raczej przekonanie ludzi, że wielkości gospodarcze – jak ceny – będą ponownie odzwierciedlały relatywną wagę dóbr i usług dla społeczeństwa i tym samym zamienią chaos gospodarczy na skoordynowaną współpracę, w której opłaca się produkować lepiej i taniej, a nie szukać luk w systemie cen administrowanych, żeby jakoś przeżyć kolejny tydzień lub miesiąc.

Innym ciekawym wątkiem, który można poruszyć w tym względzie, jest odmienny sposób kreacji pieniądza przed rozpoczęciem procesu reform i w trakcie reform. Zarówno w przypadku Argentyny, jak i Polski, podstawowym mechanizmem kreacji pieniądza przed rozpoczęciem procesów reform było finansowanie długu publicznego przez bank centralny (w przypadku Argentyny we współdziałaniu z bankami komercyjnymi). W obu przypadkach ten mechanizm został przerwany. Zamiast tego podstawowym procesem kreacji pieniądza w

⁷ W swoich wspomnieniach dotyczących programu transformacji ustrojowej wspomina o tym mechanizmie Leszek Balcerowicz: *800 dni. Szok kontrolowany*, spisał Jerzy Baczyński, wyd. 3, Warszawa 2024, s. 71.

gospodarce stało się udzielanie kredytu dla sektora prywatnego. W Polsce, jak można zobaczyć w tabeli 2., kredyt dla sektora nierządowego wzrósł z 33,5 do 118,6 bilionów złotych i ten wzrost o około 85 miliardów tłumaczy większość wzrostu podaży pieniądza z 96 do 192 bilionów złotych między czwartym kwartałem 1989 a czwartym kwartałem 1990 roku.

Table 1-3. Poland: Monetary Survey, December 1989-September 1990 (trillion zlotys, end of the period)

	1989.IV	1990.I	1990.II	1990.III	1990.IV
Gross reserves	24.1	26.8	36.7	50.4	46.8
Domestic credit	40.0	50.8	63.4	81.8	110.4
Credit to government (net)	6.5	2.7	-11.1	-18.1	-8.2
Credit to non-gov't	33.5	48.1	74.5	99.9	118.6
Other	31.8	35.3	36.5	35.0	34.8
Broad money	96.0	112.9	136.6	169.2	192.0
Inter-firm credit	47.3	75.1	82.6	77.3	82.6 ^a

a. November.

Source: National Bank of Poland.

Tabela 2. Czynniki kreacji pieniądza w Polsce od czwartego kwartału 1989 r. do IV kwartału 1990 r. Źródło: Coricelli Fabrizio, de Rezende Rocha Roberto, *Stabilization Programs in Eastern Europe. A Comparative Analysis of the Polish and Yugoslav Programs of 1990*, Policy, Research, and External Affairs Working Papers, WPS 732, World Bank, 1991.

Z kolei w Argentynie reformy zaaplikowane przez administrację Mileia doprowadziły do wzrostu kredytów zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla gospodarstw domowych, które po dłuższej przerwie zaczęły zaciągać zobowiązania hipoteczne. Wykresy 5 i 6 zaczerpnięte z publikacji Bloomburga pokazują skalę tego zjawiska.

Milei is Pushing Argentina's Banks to Restart Lending

In 2024, banks issued some \$800 million in mortgages for homebuyers

✓ Mortgages issued (in millions of USD) by month



Wykres 5. Miesięczna sprzedaż kredytów hipotecznych w Argentynie w latach 1993-2024 – w milionach dolarów. Źródło: Bloomberg (dostępne online, 31 VII 2025 r.: <https://www.bloomberg.com/news/features/2025-02-20/argentina-real-estate-gets-boost-by-milei-driven-mortgage-boom>).

Argentine Banks See Historic Jump in Private Lending

Data reveals year-over-year changes in banks' loans to private sector

■ Amount (in trillions of pesos)



Source: Asociación de Bancos Argentinos

Note: Data includes loans made in dollars and pesos and is measured in price levels from December 2024. Also compares December versus December levels.

Wykres 6. Coroczne zmiany w kredytowaniu sektora prywatnego w Argentynie w latach 1992-2024 (w bilionach peso). Źródło: Bloomberg (dostępne online, 31 VII 2025 r.: <https://www.bloomberg.com/news/features/2025-02-20/argentina-real-estate-gets-boost-by-milei-driven-mortgage-boom>).

Można wręcz pokusić się o tezę, że zwiększony popyt na kredyt ze strony sektora prywatnego jest już sam w sobie wyrazem zaufania do waluty, w której zaciąga się zobowiązania. Oczywiście nieskrępowany wzrost akcji kredytowej może być zarzewiem inflacji, ale jeśli jest z czasem mitygowany przez bardziej restrykcyjną politykę pieniężną, to może iść w parze ze spadkiem inflacji.

Podsumowanie i wątki do dalszych badań

W tym artykule starałem się wykazać, że doświadczenia Polski i Argentyny z czasów reform Balcerowicza/Mileia pokazują podobny schemat zależności pomiędzy spadkiem inflacji a zmianami podaży pieniądza. W obu krajach inflacja spadała pomimo tego, że zasób pieniądza w gospodarce szybko przyrastał. Moim wytłumaczeniem tego ciekawego zjawiska jest zwrócenie roli na możliwy wzrost popytu na pieniądź, który może być niejako ubocznym skutkiem szeroko zakrojonych reform gospodarczych, związanych m.in. z uwolnieniem systemu cenowego i próbami zakończenia finansowania deficytu budżetowego przez emisję pieniądza. W takiej sytuacji główną rolę w procesach kreacji pieniądza może przejąć tworzenie kredytu dla sektora prywatnego. Okazuje się jednak, że towarzyszący reformom wzrost popytu na pieniądź może skutecznie mitygować taki wzrost zasobu pieniądza i iść w parze ze spadającą inflacją.

Zagadnienie sterowania przez banki centralne popytem na pieniądź przejawia się do pewnego stopnia w nowszych dyskusjach o polityce pieniężnej w postaci potencjalnego zarządzania oczekiwaniami inflacyjnymi przez bank centralny. Ponowne przyjrzenie się doświadczeniom polskim lub argentyńskim w walce z inflacją może w tym kontekście być inspiracją do potencjalnego sformułowania warunków sprzyjających powodzeniu takiej polityki. Być może takie zarządzanie oczekiwaniami inflacyjnymi byłoby skuteczniejsze, jeśli towarzyszyłyby mu inne reformy (np. fiskalne lub strukturalne) mające mitygować obawy użytkowników pieniądza o istnienie długotrwałych czynników proinflacyjnych. To pytanie w tym miejscu pozostanie jednak jedynie zasygnalizowane.

Bibliografia

Bagus, Philipp, *Era Mileia. Argentyna na nowej ścieżce*, tłum. Stanisław Wójtowicz, Wrocław 2025.

Balcerowicz, Leszek, *800 dni. Szok kontrolowany*, spisał Jerzy Baczyński, wyd. 3, Warszawa 2024.

Coricelli, Fabrizio, de Rezende Rocha, Roberto, *Stabilization Programs in Eastern Europe. A Comparative Analysis of the Polish and Yugoslav Programs of 1990*, Policy, Research, and External Affairs Working Papers, WPS 732, World Bank, 1991.

International Monetary Fund, *Eighth Review under the Extended Arrangement*, IMF Country Report No. 24/167, 2024.

International Monetary Fund, *Request for an Extended Arrangement under the Extended Fund Facility*, IMF Country Report No. 25/95, 2025.

Franka, Paweł, Wisz, Anna, *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego od roku 1989*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace”, 1 (2015), s. 173–192.

Mises, Ludwig von, *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, tłum. Witold Falkowski, wyd. 2, Warszawa 2011.

Sprawozdanie z działalności Narodowego Banku Polskiego w 1989 roku, Warszawa 1990.

Wójtowicz, Grzegorz, *Narodowy Bank Polski w okresie transformacji*, „Bank i Kredyt”, 5-6 (2006), s. 3-27.