

Zależność między podażą pieniądza a wzrostem cen nie jest prosta

Autor: **Przemysław Rapka**

Analiza polityki monetarnej to nie jest prosta sprawa

Analiza efektów polityki monetarnej jest bardzo skomplikowana i trudna do skutecznego przeprowadzenia pomimo tego, że ekonomiści napisali niezliczoną ilość opracowań, artykułów i książek na ten temat. Problem ten jest komplikowany dodatkowo przez niezgodności w teoriach i twierdzeniach ekonomistów. A to bardzo niedobrze, gdyż polityka monetarna jest jedną z najważniejszych, jeśli nie najważniejszą obecnie formą polityki gospodarczej, od której zależy to, co stanie się z gospodarką zarówno w bliższym, jak i dalszym horyzoncie. To skomplikowanie wynika z wielu kwestii, które dotyczą zagadnień instytucjonalnych, teoretycznych oraz dydaktycznych.

Kwestiami instytucjonalnymi można określić konstrukcję sektora finansowego, bankowego, wykorzystywanych kontraktów oraz prawo regulujące funkcjonowanie podmiotów bankowych, finansowych i banku centralnego. Innymi słowy, to techniczna otoczka transakcji między podmiotami.

Kwestie teoretyczne to głównie problem definicji pieniądza — jak definiujemy podaż pieniądza, co wchodzi w skład poszczególnych agregatów. Są jednak również inne problemy, z których najważniejsze to pytanie o to, czym jest stopa procentowa i jakie są jej determinanty: czy to jest jakiś egzogeniczny parametr, który gospodarce narzucają władze monetarne, czy może jest wypadkową pewnych oddziaływań? Zaliczyć też można problem analizy tego, jak nowy pieniądz dostaje się do gospodarki i jakie są tego skutki.

No i skutki dydaktyczne. Normą jest, że wprowadzenie do jakiegokolwiek nauki zaczyna się od zapoznania z uproszczonymi modelami. Zależność między podażą pieniądza a poziomem cen omawia się na zasadzie analogii z innymi dobrami — tak samo, jak wzrost podaży dobra prowadzi do spadku jego ceny, tak w przypadku pieniądza wzrost jego podaży prowadzi i do osłabienia jego siły nabywczej.

Jak pewnie czytelniku domyślasz się, sprawa jednak nie jest taka prosta i postaram się wyjaśnić, co i dlaczego stwarza problemy.

— No i gdzie ta inflacja, drogi malkontencie?

W teorii ekonomii zależność między pieniądzem a jego wpływem na gospodarkę jest jedną z ważniejszych kwestii. Ekonomiści spierali się bardzo długo o to, w jaki sposób pieniądz wpływa na poziom cen, na wielkość produkcji oraz czy w ogóle on wpływa na te zmienne. Powstało całe multum stanowisk, które nie zawsze są ze sobą zgodne. Spierano się również o to, jak powinna być prowadzona polityka monetarna oraz jakie będą skutki poszczególnych działań podjętych przez banki centralne.

Jednym z istotnych problemów jest wzrost cen (albo jego brak według niektórych) — gdzież on się podział? Wiele osób alarmowało w 2008 roku, że rozpoczęcie programu luzowania ilościowego przez najważniejsze banki centralne doprowadzi do wysokiej inflacji, którą ciężko będzie zatrzymać. Tymczasem według oficjalnych statystyk inflacja od 2008 roku jest niska, czyli poniżej celu inflacyjnego banków centralnych.

Według części ekonomistów i komentatorów polityczno-ekonomicznych polityka luzowania ilościowego miała doprowadzić do wybuchu inflacji rozumianej jako wzrost ogólnego poziomu cen. Ceny wszelkich dóbr miały iść w górę z powodu wzrostu podaży pieniądza. Sam pieniądz miał tracić siłę nabywczą. To miało mieć z kolei negatywny wpływ na poziom życia ludzi wynikający właśnie ze spadku siły nabywczej pieniądza. Dochody i oszczędności ludzi miały tracić szybko na wartości, przez co społeczeństwo miało być coraz biedniejsze. Co więcej, inflacja ta miała przyspieszać, ponieważ rząd i ludzie mieli być uzależnieni od stałego dopływu nowego pieniądza. Co najgorsze, ludzie mieli oczekiwać, że inflacja będzie wysoka, przez co będą niewiele oszczędzać i dużo wydawać, gdyż trzymanie pieniądza wiąże się z dużymi kosztami — pieniądz traci na wartości ciągle i szybko, więc lepiej go wydać szybciej niż później. Później będzie miał znacznie niższą siłę nabywczą.

Ponieważ pieniądz miał szybko tracić na wartości, budżety rządu i ludzi miały być uzależnione od stałego dopływu pieniądza i społeczeństwo miało mieć wysokie oczekiwania inflacyjne (oczekiwać wysokiej inflacji w przyszłości), to walka z inflacją miała być bardzo trudna i wymagać radykalnych środków. Walka z uciekającą inflacją miała wymagać znacznego podnoszenia stóp procentowych i cięcia wydatków rządowych.

Póki co inflacja według oficjalnych statystyk nie jest drastyczna i ten dramatyczny scenariusz zarysowany powyżej nie sprawdza się. Widocznie ta prosta analiza nie zapewnia nam poprawnych przewidywań. Dlaczego tak jest?

—To zależy od tego, co rozumiemy poprzez „inflację”

Ponieważ rzeczywistość jest złożona. Chcielibyśmy, by takie proste modele działały — podaź pieniądza rośnie, więc poziom cen też musi wzrosnąć, a siła nabywcza spaść. Niestety tak nie jest. A to dlatego, że terminy: podaź pieniądza, czyli jego ilość oraz poziom cen, czyli przeciętny poziom cen w gospodarce — chociaż wydają się proste i zrozumiałe, w rzeczywistości wcale takie nie są.

W sferze monetarnej również mamy do czynienia z heterogenicznością, substytucyjnością, zasadą przyczyny i skutku oraz instytucjami, jak w przypadku wszystkich innych aspektów gospodarki. Dlatego też trzeba brać pod uwagę te aspekty. Jednak w przypadku powyższej uproszczonej analizy, która prowadzi do wniosku, że dowolny wzrost podaży pieniądza prowadzi do wzrostu ogólnego poziomu cen, te aspekty właśnie nie zostały wzięte pod uwagę. A to poważny błąd, gdyż w ten sposób ograniczamy swoje zdolności rozeznania się w świecie.

Ponieważ rzeczywistość gospodarcza jest złożona, heterogeniczna, poszczególne papiery wartościowe mogą być względem siebie substytucyjne, mamy do czynienia z konkretnymi instytucjami i łańcuchem przyczynowo-skutkowym oraz kanałami transmisji polityki monetarnej. To trzeba brać pod uwagę w analizie, na co ekonomiści szkoły austriackiej zwracali uwagę wielokrotnie.

Heterogeniczność pieniądza

Zacznijmy od kwestii heterogeniczności i substytucji. Są to dwie podstawowe cechy rzeczywistości gospodarczej. Heterogeniczność oznacza, że rozmaite dobra dostępne człowiekowi i środki zaspokajania potrzeb są różnorodne — nie wszystkie dobra są takie same i służą do tego samego. Człowiek w zależności od celu i charakteru tego celu dobiera odpowiednio środki. Różnorodność oznacza, że środki różnią się między sobą tym, jak mogą być zastosowane, oraz tym, jak człowiek te środki wykorzysta.

Druga rzecz to substytucyjność. Lachmann (1956) mawiał, że ten aspekt rzeczywistości to druga strona medalu, jeśli heterogeniczność jest pierwszym. Substytucyjność oznacza, że pewne środki można sobą zastępować. Prostym przykładem jest głód — mogę go zaspokoić, jedząc mięso albo warzywa. W tym

sensie mięso i warzywa są substytutami. Mogą zaspokajać tę samą potrzebę. Jednak wciąż będą się nieco różnić efektami. Mięso nasyci człowieka na dłużej, ale człowiek wchłonie więcej kalorii i tłuszczu, a mniej błonnika.

Pieniądz również jest heterogeniczny, a papiery wartościowe są względem siebie substytutami w większym lub mniejszym stopniu. Właśnie z powodu heterogeniczności środków pieniężnych i papierów wartościowych wzięła się cała dyskusja o agregatach monetarnych (M0, M1, M2, M3) i o ich składowych. Nie jest prosto stwierdzić, co jest pieniądzem, a co nim nie jest. Nie jest łatwo też określić, w jaki sposób należy klasyfikować poszczególne środki pieniężne i w jakim stopniu są one substytutami pieniądza. Do podaży pieniądza, w zależności od agregatu, można zaliczać gotówkę, depozyty bankowe, rezerwy bankowe w banku centralnym, ale też w przypadku szerszych agregatów zalicza się niektóre papiery dłużne o stosunkowo krótkim okresie zapadalności. Natomiast Rothbard w *Wielkim Kryzysie w Ameryce* (2010) do podaży pieniądza zaliczał również umarzone na żądanie polisy ubezpieczeniowe, gdyż można je w krótkim czasie zamienić na pieniądz.

Ta heterogeniczność skutkuje substytucyjnością. Te wszystkie składniki agregatów monetarnych nie są równie szeroko akceptowalne. Gotówkę czy depozyty bankowe (w formie przelewu czy płatności kartą) akceptują wszyscy, można nimi zapłacić wszędzie. Nie jest tak jednak w przypadku papierów dłużnych. Te już są stosowane znacznie rzadziej jako środki płatnicze i ważniejszym aspektem jest to, że mogą być w krótkim okresie zamienione na pieniądz w formie gotówki lub depozytu bankowego.

Heterogeniczność i substytucyjność wynikają również z różnic w tym, jak poszczególne rodzaje środków pieniężnych są produkowane i co determinuje ich podaż. Gotówka i rezerwy bankowe w banku centralnym dostarczane są wyłącznie przez bank centralny. Ale nie każdy pieniądz jest w ten sposób produkowany. Depozyty bankowe są kreowane przez banki komercyjne, gdy zaciągany jest w nich kredyt. Banki komercyjne kreują zobowiązania w formie depozytu bankowego, który klient może wydać, ale w przyszłości musi ten depozyt spłacić. Sam depozyt zasadniczo nie jest pieniądzem jako takim (czyli gotówką, która w wielu krajach jest na mocy prawa koniecznie akceptowanym środkiem płatniczym), ale jest jego niemal doskonałym substytutem — to jest formą płatności, którą ludzie akceptują, gdyż nie widzą dużej różnicy w formie

płatności. Prawie wszędzie, gdzie akceptuje się gotówkę, akceptuje się również płatność w formie przelewu lub kartą¹.

Substytutów pieniądza jest więcej i kreowane są one na najróżniejsze sposoby. Różnie też mogą być traktowane przez ludzi. Nie będę tutaj omawiał wszystkich możliwych rodzajów pieniądza i ich produkcji. W powyższym przykładzie chodziło jedynie o pokazanie, że pieniądze różnią się formą i sposobem produkcji.

Przyczyna i skutek w przypadku pieniądza

Pieniądz nie pojawia się ot tak w naszych portfelach, ale jakoś musi tam trafić. Drogi, jakimi pieniądze trafiają do portfeli, określa się mianem kanałów transmisji. Już zapewne wiesz czytelniczko/czytelniku, co zaraz napiszę — te kanały są różnorodne. Podaż pieniądza nie zwiększa się równomiernie w portfelach ludzi. Ludzie muszą podjąć pewne działania, aby zdobyć pieniądze, a wydając pieniądze, różnie mogą wpływać na gospodarkę.

Pieniądz produkowany jest często w jakiejś formie i trafia do gospodarki w trakcie transakcji producenta pieniądza z innym podmiotem. Przykładem jest kreacja pieniądza przez bank komercyjny, gdy ktoś zaciąga kredyt konsumpcyjny. Kreowany jest pieniądz i trafia on w ręce konsumenta, który wydaje nowy pieniądz na dobra konsumpcyjne. Kredyt oczywiście mogą też zaciągać inni i w ten sposób ten nowy wykreowany pieniądz może trafiać w różne miejsca gospodarki.

To nie są jedyne sposoby kreacji pieniądza, chociaż w ten sposób powstaje znaczna część pieniądza — kreowany jest kredyt inwestycyjny dla firm oraz konsumpcyjny dla konsumentów. Ale pieniądz może też być kreowany na inne sposoby. Sieroń (2017) pokazuje, że pieniądz również jest kreowany m.in. poprzez zakup różnych rodzajów aktywów przez producentów pieniądza. Wraz z zakupowaniem aktywów producenci pieniądza tworzą pieniądz, jak i kreują nowy popyt na te aktywa. W ten sposób sprawiają, że ceny tych aktywów rosną.

Z powodu różnorodności form pieniądza oraz sposobów, w jakie pieniądz dostaje się do gospodarki, może to wywołać różne efekty. Jednym z tych efektów, a zarazem najważniejszym, jest tak zwany efekt Cantillona — redystrybucja będąca następstwem kreacji nowego pieniądza. Ci, którzy pierwsi otrzymują pieniądz, ci dostają pieniądz, który jeszcze nie ma zmniejszonej

¹ Można wręcz pokusić się o stwierdzenie, że depozyt bankowy jest doskonałym substytutem, gdyż ludziom często nie robi różnicy, czy płaci im się gotówką, czy przelewem lub kartą.

wartości. Dopiero na skutek tego, jak wydają pieniądze, ceny zaczynają odpowiednio rosnać, a pieniądź tracić siłę nabywczą w stosunku do pewnych dóbr. Sam pieniądź z czasem i kolejnymi transakcjami trafia do coraz szerszego grona odbiorców i podnosi ceny coraz większej ilości dóbr.

W zależności od tego, kto jako pierwszy dostaje pieniądź i na co ten pieniądź jest wydawany, wzrost podaży pieniądza będzie inaczej wpływać na gospodarkę. Takie przykłady to dostarczanie płynności inwestorom w warunkach zerowych stóp procentowych. Zerowe stopy i niskie dywidendy powodują, że inwestorom opłaca się inwestować w bardziej ryzykowne aktywa. Z tego powodu inwestorzy biorą na siebie większe ryzyko, przed którym w razie czego są zabezpieczeni przez politykę banku centralnego (a przynajmniej tak im się wydaje). W efekcie rośnie ryzyko w systemie i mówimy, że nowy pieniądź wpłynął na gospodarkę *kanałem ryzyka (risk channel)*. To z kolei ma dalsze konsekwencje, które wynikają z tego, jak zachowują się odbiorcy pieniądza od inwestorów.

Instytucje mają znaczenie...

... dla analizy skutków polityki monetarnej. Dlatego trzeba zwrócić uwagę, jak od strony technicznej wygląda polityka monetarna. Trzeba wiedzieć, z jakimi podmiotami bank centralny zawiera transakcje, jakie transakcje, na jaki okres oraz w jakiej sytuacji będzie znajdował się bank centralny (i reszta gospodarki) po tych transakcjach.

Bank centralny nie przeprowadza transakcji ze wszystkimi podmiotami w gospodarce. Nie każdy ma dostęp do nowego pieniądza. Dostęp ma ograniczona grupa podmiotów. Mówiąc ogólnie, bank centralny zawiera transakcje z podmiotami z sektora finansowego i bankowego. Te natomiast służą jako pośrednicy „przekazujący” pieniądź dalej. W praktyce bank centralny zawiera transakcję z bankami i podmiotami finansowymi oraz informuje, jakie cele chce osiągnąć oraz jakie działania będzie podejmował w celu osiągnięcia tych celów. Te działania banku centralnego mają na celu wpływać na zachowania firm oraz sektora finansowego i bankowego, wliczając w to wpływanie na oczekiwania.

Rodzaj działań i transakcji ma znaczenie. Bank centralny jako taki nie kontroluje stóp procentowych dosłownie. Bank centralny ustala oprocentowanie, jakie stosuje w swoich transakcjach, jakie zawiera z podmiotami. Te stopy procentowe wpływają bezpośrednio na krótkoterminowe stopy procentowe i

pośrednio na długoterminowe stopy procentowe. Ten wpływ reguluje głównie za pomocą [operacji otwartego rynku](#).

Od 2008 roku banki centralne zaczęły prowadzić politykę luzowania ilościowego. Polityka ta miała na celu uwolnić sektor finansowy od toksycznych aktywów i [dostarczyć płynności sektorowi finansowemu](#)?

Technicznie to operacje te są operacjami zakupu aktywów lub pożyczki udzielanej przez bank centralny, przy czym znacznie częściej są to operacji pożyczki, które później są odnawiane. Bank centralny podejmuje decyzję o rozmiarze programu, czyli ile pieniędzy chce wtłoczyć do gospodarki oraz ogłasza, jakiego rodzaju aktywa będzie kupował lub będzie przyjmował pod zastaw. Potem zawierane są transakcje z bankami i podmiotami finansowymi dopuszczonymi do zawierania transakcji z bankiem centralnym. Podmioty bankowe i finansowe przekazują po ustalonych z bankiem centralnym cenach aktywa na własność lub pod zastaw pożyczki.

Jakie zachodzą zmiany? Rośnie bilans banku centralnego, który teraz posiada więcej aktywów. Zmienia się struktura bilansów banków komercyjnych i podmiotów finansowych, które teraz mają większe rezerwy w banku centralnym, ale z ich bilansów znikają przekazane bankowi centralnemu aktywa. Ich bilanse nie rosną, zmieniają jedynie swoją strukturę. Wciąż jednak rośnie podaż pieniądza w formie rezerw bankowych, które bank centralny dodaje w swoich księgach bankom komercyjnym i podmiotom finansowym, z którymi zawierał transakcje.

To gdzie ta inflacja?

Pieniądz nie trafia do gospodarki, lądując w portfelach ludzi, którzy następnie go wydają. Pieniądz ten przybiera formę zapisów w księgach banku centralnego, który służy bankom komercyjnym i podmiotom finansowym do rozliczeń. Tak więc powstawał pieniądz, który krąży między instytucjami finansowymi, a nie w sektorze realnym. Samo zwiększenie rezerw wcale nie oznacza, że banki komercyjne zwiększą tempo i ilość udzielanego kredytu (czyli zaczną tworzyć pieniądz w większej ilości na jednostkę czasu). To zależy również od innych czynników.

Sama polityka banków centralnych wpływa przede wszystkim na giełdy. Ponieważ bank centralny skupuje aktywa, zgłasza on dodatkowy popyt, więc ceny aktywów rosną. Banki centralne skupują również obligacje firm notowanych na giełdach oraz obligacje skarbowe. Powoduje to spadek oprocentowania

obligacji. Polityka luzowania ilościowego wpływa przede wszystkim na ceny aktywów finansowych i zachowanie podmiotów finansowych. Swoimi zachowaniami banki centralne skłaniają różnorakie podmioty i ludzi do tego, by ci inwestowali na rynkach, że wysyłając komunikat, że inwestowanie jest bezpieczne, gdyż bankowi centralnemu zależy na tym, by giełdy stabilnie szły w górę.

Relatywnie mała część pieniądza trafia do gospodarki realnej i w ręce konsumentów. Większość trafiała bezpośrednio na giełdy i pośrednio przez giełdę do sektora realnego. Nowym pieniądzem obracają głównie instytucje bankowe i finansowe, gdyż pieniądz ma formę rezerw bankowych, które nie trafiają do rąk przeciętnej osoby.

Zwróćcie uwagę na to, że niska inflacja nie oznacza braku wzrostów cen. Po prostu wzrosły ceny, których wskaźniki inflacji nie biorą pod uwagę. Rosły ceny *aktywów*. Jeśli popatrzeć na ceny aktywów, to pieniądz znacząco stracił na sile nabywczej i trzeba wydać znacznie więcej by móc zakupić aktywa.

Podsumowując

Kiedy patrzymy na efekty polityki monetarnej, nie możemy tylko zwracać uwagi na proste agregaty zwane „podażą pieniądza” i „poziomem cen”. Trzeba popatrzeć na to, jak pieniądz jest konkretnie tworzony — czy to gotówka, rezerwy bankowe, depozyty bankowe lub inna forma. Duża część pieniądza to nie gotówka, ale jakaś forma zapisu księgowego.

Istotne jest to, kto kreuje pieniądz i jak wtłacza ten pieniądz do gospodarki. W zależności od tego, jak pieniądz jest tworzony, to jest on wydawany na inne dobra lub aktywa — i inne ceny będą rosnąć. W przypadku luzowania ilościowego pieniądz trafiał do instytucji bankowych i finansowych w formie rezerw w banku centralnym, które są wykorzystywane do rozliczeń. Pierwsze co się zmieniało w gospodarce, to nie ilość pieniędzy w rękach konsumentów, a bilanse banków i podmiotów finansowych, które zawierają transakcje z bankiem centralnym. Dopiero ich działania podjęte pod wpływem zmiany ich bilansów oddziałują na resztę gospodarki. Dlatego wzrosty cen skupiły się przede wszystkim na giełdach.

Oto nasza odpowiedź na pytanie, dlaczego luzowanie ilościowe nie wywołało potwornej inflacji. A teraz czytelniku zastanów się, co się stanie, gdy zaczniemy drukować pieniądze i dawać je konsumentom, by ci je po prostu wydawali na dobra konsumpcyjne.

Bibliografia:

Lachmann Ludwig, *Capital and its structure*, Sheed Andrews and McNeel Inc., Kansas City 1956.

Sieroń Arkadiusz, *Efekt Cantillona czyli dlaczego pieniądz ma znaczenie?*, CeDeWu, Warszawa 2017.

Rothbard Murray N., *Wielki Kryzys w Ameryce*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2010.