

## Jak już potępić politykę NBP, to konstruktywnie! (Rzeczpospolita, 27.08.2020)

Leon Podkaminer

W opinii Janusza Jankowiaka (Rzeczpospolita 23.08.2020) działania Narodowego Banku Polskiego nie zasługują na aprobatę: „Jakie korzyści z polityki pieniężnej ma sektor finansowy, już wiemy. Słabsze wyniki banków i rosnące koszty usług dla klientów.” Dalej, „akcja kredytowa zamiera”. Co więcej, „u nas ...rekord goni rekord” (jeśli idzie o wzrost podaży pieniądza), co będzie – zdaniem autora – mieć skutki inflacyjne („inflacja jest zjawiskiem monetarnym”).

NBP nie jest mi bratem, ani swatem. Sadzę jednak, że tyrady J. Jankowiaka są merytorycznie nieuzasadnione. Zaczę od kwestii domniemanego związku podaży pieniądza z inflacją. Otóż pogląd, że „inflacja jest zjawiskiem monetarnym” (tj. że inflacja w ostateczności jest pozytywnie skorelowana z tempem wzrostu podaży pieniądza) skompromitował się dość gruntownie jeszcze w zeszłym tysiącleciu. (Być może faktu tego nie zauważono jeszcze na wykładach w SGH, ale jednak powinien być go świadom główny, bądź co bądź, ekonomista Polskiej Rady Biznesu). W obecnie dominującej wersji makroekonomii inflacja nie ma nic wspólnego z jakimikolwiek agregatami monetarnymi (sama ona obywa się bez kategorii pieniężnych zresztą!). Abstrahując od „teorii” – wystarczy uważnie prześledzić trajektorie inflacji i agregatów pieniężnych dla głównych krajów OECD, by dostrzec brak pozytywnej korelacji pomiędzy tymi trajektoriami – także w dłuższych okresach czasu. Najlepszym (ale nie odosobnionym) przykładem jest gospodarka Japonii, gdzie utrzymuje się uporczywa deflacja – połączona z nieprzerwanym silnym wzrostem podaży pieniądza. Sugestia podsuwana przez J. Jankowiaka, że oto skutek krajowej polityki pieniężnej (i fiskalnej) gospodarka „znajdzie się w cieniu nawisu inflacyjnego” bierze się z „przedawnionego” rozumienia procesu inflacyjnego.

Ale może rzeczywiście obecne przyspieszenie inflacji ma związek z obecną polityką monetarną? Otóż niekoniecznie. Trzeba zauważyć, że obecną inflację wydajnie „ciągną w górę” wskaźniki cen usług – w szczególności z tytułu użytkowania mieszkania (w tym taryf za energię elektryczną – o ponad 11 proc.!). Ale mamy tu do czynienia ze skutkami podjętych wcześniej decyzji administracyjnych (których zresztą nie pochwalam) – a nie z efektami „nadmiaru pieniądza”. Ponadprzeciętnie podrożały też towary i usługi związane z ochroną zdrowia – ze zrozumiałych względów. Z drugiej strony widzimy, że ceny produkcji sprzedanej (zwłaszcza przemysłu) „słabują”, co pozwala przypuszczać, że inflacja nie będzie poważniejszym kłopotem w najbliższych kwartałach.

Jest prawdą, że sektor bankowy raportuje dość gwałtowny spadek zysków. No, ale ciągle zysków! Poczekajmy na dane dla drugiego kwartału dla poszczególnych sektorów gospodarki realnej – zwłaszcza dla segmentu małych i średnich firm. Nie zdziwiłbym się, gdyby raportowały one jeszcze głębsze obniżenie się zysków – albo wręcz straty! Pytanie: dlaczego w obecnych warunkach sektorowi bankowemu miałyby się powodzić dużo lepiej niż branżom gospodarki „realnej”?

Zupełnie nie pojmuję obwiniania polityki niskich (realnie ujemnych) stop procentowych NBP o ujemny wpływ na podaż kredytu bankowego – a jednocześnie o to, że winduje ona koszty kredytu dla gospodarki. Czyżby J. Jankowski sądził, że przy wyższych (realnie dodatnich) stopach NBP koszty kredytu dla gospodarki spadłyby – a jednocześnie, że banki chętniej by owe tańsze kredyty oferowały potrzebującym? Toż to jakiś absurd do kwadratu. Podobnie, jak idea, że niska dynamika kredytu wynika z niskiej jego podaży. Problemem jest co innego: niski popyt na kredyt. Niski popyt wynika nie tylko z jego wciąż wysokiego kosztu (ten zaś bierze się z przezornej ostrożności banków). Także – a może

przede wszystkim, wynika z faktu, że nawet (a zwłaszcza) solidni kredytobiorcy muszą się liczyć z ewentualnością trwania kryzysu jeszcze przez czas nieokreślony. W takich warunkach jest słuszne podtrzymywanie sektora realnego przy życiu mniej lub bardziej bezpośrednimi zastrzykami gotówki – nawet „kosztem” wzrostu długu publicznego i podaży pieniądza.