Pułapka płynności i aporie nowoczesnej makroekonomii

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi pogłębioną analizę teoretyczną zjawiska pułapki płynności w kontekście współczesnej makroekonomii. Autor wskazuje, że tradycyjne instrumenty polityki pieniężnej, takie jak manipulacja stopami procentowymi, napotykają na fundamentalne bariery w sytuacjach ekstremalnych. Tekst szczegółowo omawia model IS-LM oraz mechanizmy transmisyjne, łącząc je z dynamiką rynku pracy poprzez relacje wage setting i price setting. Czytelnik odnajdzie tu również wyjaśnienie modelu AS-AD oraz koncepcji naturalnej stopy bezrobocia. Całość osadzona jest w nurcie epistemologii ekonomii, kwestionującym skuteczność czysto technicznych modeli w obliczu złożonych uwarunkowań instytucjonalnych. To niezbędna lektura dla osób pragnących zrozumieć, dlaczego neutralność pieniądza i popyt agregatowy wymagają nowego spojrzenia w dobie globalnych turbulencji gospodarczych.

This article provides an in-depth theoretical analysis of the liquidity trap phenomenon in the context of contemporary macroeconomics. The author demonstrates that traditional monetary policy instruments, such as interest rate manipulation, encounter fundamental barriers in extreme situations. The text provides a detailed discussion of the IS-LM model and transmission mechanisms, linking them to labor market dynamics through the wage-setting and price-setting relationships. The reader will also find an explanation of the AS-AD model and the concept of the natural rate of unemployment. The entire text is embedded in a current of economic epistemology that questions the effectiveness of purely technical models in the face of complex institutional conditions. This is essential reading for those seeking to understand why monetary neutrality and aggregate demand require a new perspective in an era of global economic turbulence.

Artykuł analizuje pułapkę płynności jako krytyczne ograniczenie polityki monetarnej, ukazując ją nie tylko jako problem techniczny, lecz jako granicę racjonalności

ekonomicznej. W warunkach, gdy obniżanie stóp procentowych traci skuteczność, a ekspansja monetarna nie przekłada się na wzrost gospodarczy, ujawniają się głębsze mechanizmy związane z rynkiem pracy i oczekiwaniami inflacyjnymi. Autor argumentuje, że modele ekonomiczne zawodzą nie z powodu błędów wewnętrznych, ale z powodu ograniczeń warunków stosowalności, co wymaga epistemologicznej pokory od ekonomistów. Kluczowe staje się zrozumienie, że w średnim okresie to rynek pracy, z jego dynamiką płac i cen, determinuje równowagę, a polityka popytowa, w tym pieniężna, może być niewystarczająca. Artykuł podkreśla rolę instytucji, siły rynkowej firm oraz globalnych szoków podażowych w kształtowaniu inflacji i bezrobocia, kwestionując tezę o neutralności pieniądza w średnim okresie. Ostatecznie, pułapka płynności odsłania potrzebę głębszej refleksji nad strukturą podaży i instytucjonalnym kontekstem rynku pracy, a także granicami interwencji państwa.

SŁOWA KLUCZOWE

pułapka płynności | model IS-LM | krzywa LM | preferencja płynności | naturalna stopa bezrobocia | mechanizm transmisyjny | relacja wage setting | relacja price setting | narzut markup | model AS-AD | neutralność pieniądza | płaca realna | popyt agregatowy | epistemologia ekonomii | inflacja

Pułapka płynności: absolutny popyt na pieniądz

W refleksji nad nowoczesną gospodarką pieniężną pułapka płynności zajmuje miejsce szczególne. Nie dlatego, że stanowi jedynie techniczną ciekawostkę dla modeli makroekonomicznych, lecz dlatego, że odsłania fundamentalne ograniczenie samej idei sterowania gospodarką za pomocą jednego, dominującego instrumentu – stopy procentowej. W tej mierze, w jakiej ekonomia zinternalizowała przekonanie, że racjonalne kształtowanie warunków monetarnych wystarcza do przywracania równowagi, pułapka płynności jawi się jako aporia nowoczesnej racjonalności. Staje się momentem, w którym narzędzie, choć formalnie sprawne, okazuje się materialnie bezsilne.

Pojęcie to, wywodzące się z tradycji keynesowskiej, opisuje stan gospodarki, w którym nominalna stopa procentowa spada do poziomu bliskiego zeru. W takich warunkach dalsze zwiększanie podaży pieniądza przez bank centralny nie prowadzi ani do obniżenia stóp, ani do pobudzenia realnej

aktywności gospodarczej. Sedno problemu nie leży jednak w samej liczbie, lecz w relacji między pieniądzem jako aktywem doskonale płynnym a obligacją jako aktywem przynoszącym dochód. Gdy koszt alternatywny trzymania gotówki zanika, podmioty gospodarcze stają się obojętne wobec struktury swoich portfeli. Preferencja płynności osiąga wówczas poziom, przy którym każdy dodatkowy pieniądz zostaje wchłonięty i zmagazynowany, nie przekładając się na decyzje inwestycyjne.

Koń przy wodopoju: niemoc polityki pieniężnej

Wśród bankierów centralnych krąży anegdota o koniu, którego można doprowadzić do wodopoju, lecz nie sposób zmusić do picia. W realiach pułapki płynności metafora ta nabiera jednak mroczniejszego wymiaru: koń nie tylko odmawia picia, ale pozostaje całkowicie obojętny, gdy woda staje się coraz tańsza, a wreszcie darmowa. Jakkolwiek uproszczony, obraz ten trafnie ilustruje fundamentalny dylemat. Instrument polityki pieniężnej, choć formalnie wciąż dostępny, traci bowiem swą moc oddziaływania na rzeczywiste decyzje podmiotów gospodarczych. W tym sensie pułapka płynności nie jest defektem technicznym, lecz granicą funkcjonalną określonego modelu racjonalności.

Pozioma krzywa LM paraliżuje stopy procentowe

W architekturze modelu równowagi rynków finansowych, gdzie tradycyjnie bada się relację między rynkiem pieniądza a stopą procentową, krzywa LM wyznacza zbiór takich kombinacji dochodu i stopy procentowej, przy których popyt na pieniądz zrównuje się z jego podażą. W warunkach standardowych wzrost dochodu, generując wzmożone zapotrzebowanie na środki płatnicze, przy niezmienionej podaży pieniądza, wymusza wzrost jego ceny – stopy procentowej. Pułapka płynności stanowi jednak osobliwy stan, w którym przy bardzo niskich stopach procentowych popyt na pieniądz staje się nieskończenie elastyczny, obojętniejąc na dalsze obniżki. W konsekwencji krzywa LM traci swe klasyczne nachylenie, przybierając formę linii horyzontalnej, co oznacza, że zmiany podaży pieniądza przestają oddziaływać na jego cenę.

Z perspektywy równowagi ogólnej, implikacje tego zjawiska są fundamentalne. Model IS–LM, syntetyzujący w krótkim okresie rynek dóbr z rynkami finansowymi, opiera się na założeniu, iż stopa procentowa jest nerwem łączącym sferę pieniężną z realną. To właśnie za jej pośrednictwem decyzje banku centralnego miały przenikać do gospodarki, wpływając na skłonność do inwestycji, a w dalszej kolejności na poziom produkcji i zatrudnienia. Gdy ów nerw zostaje przerwany, cały

mechanizm transmisji polityki monetarnej ulega załamaniu. Ekspansja monetarna staje się bezsilna – nie jest w stanie przesunąć gospodarki w stronę wyższej produkcji, gdyż krzywa LM nie reaguje już w sposób postulowany przez klasyczną teorię.

Ekspansja monetarna: paradoks zerowej reakcji

W tym miejscu warto postawić czytelnikowi pierwszą logiczną zagadkę, która nie jest bynajmniej ornamentem dydaktycznym, lecz testem rozumienia samej struktury problemu. Rozważmy następujący ciąg rozumowania. Jeżeli obniżenie stopy procentowej zwiększa inwestycje, a zwiększenie inwestycji podnosi produkcję, to każda ekspansja monetarna powinna prowadzić do wzrostu gospodarczego. Jeżeli jednak obserwujemy, że ekspansja monetarna nie przynosi wzrostu produkcji, to logicznie rzecz biorąc, albo obniżka stóp nie wpływa na inwestycje, albo sama stopa procentowa wcale nie uległa obniżeniu. W warunkach pułapki płynności drugie stwierdzenie jest prawdziwe, podczas gdy pierwsze pozostaje logicznie spójne. Pozorna sprzeczność znika dopiero wtedy, gdy uświadomimy sobie, że fundamentalna przesłanka o możliwości dalszego obniżania stopy procentowej po prostu przestała obowiązywać. Rozwiązanie tej łamigłówki polega zatem na zidentyfikowaniu ukrytego założenia, które w warunkach granicznych traci swoją moc.

Taka logiczna rekonstrukcja ma znacznie głębsze implikacje, niż mogłoby się na pozór wydawać. Uczy nas bowiem, że modele ekonomiczne nie zawodzą dlatego, że są wewnętrznie błędne, lecz dlatego, że ich warunki stosowalności nie są uniwersalne ani wieczne. Pułapka płynności nie obala zatem modelu IS-LM, lecz precyzyjnie wyznacza granice jego jurysdykcji. W tym sensie stanowi ona mocny argument za epistemologiczną pokorą ekonomisty, a zarazem wskazuje na konieczność integrowania krótkookresowej analizy popytowej z głębszą refleksją nad strukturą podaży oraz instytucjonalnym kontekstem rynku pracy.

Rynek pracy wyznacza granice podaży zagregowanej

To właśnie w średnim okresie, gdy iluzja sztywnych cen i płac opada, gospodarka odsłania swoje prawdziwe, głębsze mechanizmy. Centralną areną, na której rozgrywa się dramat przywracania równowagi, staje się rynek pracy. Płace przestają być wówczas jedynie pozycją w arkuszu kosztów, a stają się wypadkową siły negocjacyjnej, instytucjonalnych norm oraz, co kluczowe, zbiorowych oczekiwań dotyczących przyszłej inflacji. W tym świetle pojęcie naturalnej stopy bezrobocia traci swój moralizatorski odcień; nie opisuje stanu idealnego, lecz punkt chwiejnej równowagi, w którym

roszczenia płacowe pracowników i strategie cenowe firm nie generują samoistnej spirali cenowo-płacowej.

John Maynard Keynes zauważył kiedyś, że rynki potrafią pozostawać irracjonalne dłużej, niż inwestorzy są w stanie zachować wypłacalność. Ta gorzka prawda nabiera nowego wymiaru w kontekście pułapki płynności. Gospodarka może bowiem trwać w stanie uśpienia i niskiej aktywności znacznie dłużej, niż decydenci polityczni są gotowi przyznać, że ich standardowe narzędzia zawiodły. Właśnie dlatego refleksja nad tym zjawiskiem wykracza poza techniczną analizę; staje się częścią fundamentalnej debaty o granicach interwencji państwa, o roli polityki fiskalnej jako alternatywy oraz o odpowiedzialności instytucji za długofalową zdolność gospodarki do generowania dobrobytu.

Jeśli pułapka płynności jest aporią krótkookresowego zarządzania popytem, to rynek pracy stanowi jej nieuchronne, średniookresowe dopełnienie. Dopiero jego analiza ujawnia, że gospodarka nie jest jedynie mechanicznym przepływem wydatków, lecz także złożonym systemem instytucjonalnie ukształtowanych roszczeń do realnego dochodu. Spójność tych roszczeń decyduje o tym, czy dany poziom produkcji jest stabilny, czy też jedynie chwilowo wymuszony przez interwencję. W horyzoncie średniookresowym, gdy płace i ceny odrywają się od dawnych kontraktów, sednem analizy staje się nie sama wielkość wydatków, lecz mechanizm ich legitymizacji w warunkach nieustannej konkurencji o podział owoców pracy. Tę dynamikę, choć techniczną, można postrzegać jako proces zbiorowej racjonalizacji, w którym nieustannie trzeba godzić roszczenia do prawdziwości propozycjonalnej, czyli zgodności z realiami produktywności, z roszczeniami do normatywnej słuszności, czyli społecznie akceptowalnego podziału, oraz z roszczeniami do autentyczności, czyli politycznie nośnych narracji o sprawiedliwości. To tu ekonomia spotyka się z prawem pracy i antropologią, gdyż płaca jest jednocześnie ceną, normą i symbolem uznania.

U podstaw tej analizy leży rozróżnienie, które praktycy często lekceważą, a które dla jakości wnioskowania jest absolutnie kluczowe: stopa bezrobocia nie jest statyczną fotografią, lecz wynikiem nieustannych przepływów. Nawet gdy jej wskaźnik pozostaje niezmienny, pod powierzchnią może wrzeć intensywny ruch między zatrudnieniem, bezrobociem a biernością zawodową. Zjawisko długotrwałego bezrobocia, opisywane niekiedy jako skleroza rynku pracy, ma twarde konsekwencje finansowe – wpływa na profil ryzyka kredytowego gospodarstw domowych, a tym samym na stabilność portfeli bankowych i dynamikę konsumpcji. Z perspektywy przedsiębiorstwa jest to zaś problem utraty kapitału ludzkiego – aktywa, którego nie amortyzuje się wprost w księgach, lecz którego odbudowa po kryzysie bywa najkosztowniejsza.

Wage setting vs price setting: konflikt płacowy

Mechanizm ustalania płac, w podręcznikach zwany relacją wage setting, to w istocie reguła, wedle której płaca nominalna jest funkcją dwóch zmiennych: oczekiwanego poziomu cen i siły przetargowej pracownika. Kluczowe jest tu pojęcie ceny oczekiwanej, albowiem nikt nie negocjuje abstrakcyjnych liczb, lecz realną siłę nabywczą. Przedmiotem sporu jest płaca realna, czyli to, co faktycznie można za nią nabyć, podczas gdy płaca nominalna pozostaje jedynie nośnikiem tego sporu. Im wyższe bezrobocie, tym słabsza pozycja pracownika i tym łatwiej firmie narzucić gorsze warunki. I odwrotnie: im silniejsze instytucje wspierające płacę rezerwacyjną – zasiłki, płaca minimalna, ochrona zatrudnienia – tym wyższe stają się roszczenia płacowe przy danym poziomie bezrobocia. Ta relacja, choć w modelu jest zgrabną funkcją kilku argumentów, w rzeczywistości stanowi gęstą sieć norm prawnych, branżowych zwyczajów, wzorców koalicyjnych i politycznych narracji. Dlatego ekonomista, który upiera się, że rynek pracy jest po prostu rynkiem w sensie mechanizmu cenowego, popełnia błąd nie tyle w szczególe, ile w samej kategorii myślenia.

Równolegle działa drugi mechanizm, określany jako price setting, w którym przedsiębiorstwa ustalają ceny jako narzut na koszty – w uproszczeniu, na koszty pracy. Samo pojęcie narzutu, czyli markupu, wymaga tu precyzji, nie jest on bowiem ani wyłącznie miarą chciwości, jak chciałaby tego publicystyka, ani jedynie parametrem technologii, jak sugerowałaby nazbyt uproszczona teoria kosztów. Narzut jest raczej syntetycznym wyrazem całej struktury rynku: siły konkurencji, barier wejścia, przewag informacyjnych, zdolności do segmentacji popytu, a w dobie platform cyfrowych – także umiejętności przechwytywania renty z infrastruktury pośrednictwa. W konsekwencji, oferowana przez firmy płaca realna zależy od tego, jak bardzo mogą one odrywać ceny od kosztów. Gdy narzut rośnie, płaca realna spada, nawet jeśli płaca nominalna pozostaje bez zmian, gdyż rosnące ceny pożerają siłę nabywczą pieniądza. I tu właśnie pojawia się wątek natury prawnej, często wypierany z czysto ekonomicznych narracji: jeśli rośnie koncentracja rynkowa, a aparat antymonopolowy pozostaje słaby, to wzrost markupu staje się de facto instytucjonalnym transferem dochodu od pracy do kapitału. To mechanizm, który nie wymaga żadnej formalnej zmiany w prawie pracy, a mimo to fundamentalnie przekształca warunki społecznej reprodukcji.

Instytucje kreują naturalną stopę bezrobocia

W tym ujęciu naturalna stopa bezrobocia traci swój metafizyczny nimb, stając się poziomem, przy którym roszczenia płacowe i polityka cenowa osiągają chwiejną równowagę bez generowania systematycznej presji na przyspieszenie bądź wygaszenie inflacji. W bardziej rygorystycznym języku jest to zatem punkt, w którym płaca realna, o jaką pracownicy są w stanie skutecznie zabiegać,

zrównuje się z płacą realną, którą przedsiębiorstwa gotowe są oferować przy danym narzucie na koszty. W tym miejscu należy się zatrzymać, albowiem pojęcie to bywa notorycznie nadużywane jako argument polityczny, podczas gdy w istocie pozostaje narzędziem diagnostycznym. Nie orzeka ono, jaka stopa bezrobocia jest słuszna czy pożądana, lecz wyłącznie to, jaka jest spójna z obowiązującymi instytucjami i daną strukturą rynku. Jeżeli zatem modyfikacji ulegają instytucje lub siła rynkowa firm pozwalająca na określony narzut, zmienia się również naturalny poziom bezrobocia, a co za tym idzie – naturalny poziom produkcji. Jest to wniosek o ostrości niewygodnej dla retoryki rzekomej stabilności; oznacza bowiem, że polityka gospodarcza może trwale podnosić zdolność do zatrudnienia nie tylko poprzez stymulację popytu, ale także przez głęboką przebudowę reżimu konkurencji i prawa pracy.

Model AS–AD: mechanizm powrotu do równowagi

W tym miejscu model AS–AD, opisujący relację zagregowanego popytu i podaży, porzuca swoją szkolną rolę prostego wykresu, by stać się narzędziem intelektualnej rekonstrukcji. Spaja on bowiem krótkookresowe zależności popytowe z twardą, średniookresową dyscypliną rynku pracy. Logika zagregowanej podaży jest sekwencyjna: wzrost produkcji obniża bezrobocie, co wzmacnia siłę negocjacyjną pracowników; to z kolei podnosi płace nominalne, które jako koszt przenoszone są wprost na ceny. Kluczowym elementem tej mechaniki jest jednak oczekiwany poziom cen. Jeśli rzeczywistość cenowa rozminęła się z prognozami, kolejne negocjacje płacowe będą dążyć do wyrównania tej straty, ponownie napędzając presję kosztową. Choć proces ten ma charakter czysto formalny, jego konsekwencje są głębokie: w średnim okresie gospodarka nieuchronnie dryfuje z powrotem do poziomu produkcji determinowanego przez naturalną stopę bezrobocia, a polityka popytowa oddziałuje trwale głównie na poziom cen. To sedno tezy o neutralności pieniądza w średnim okresie – twierdzenia, że nominalna ekspansja nie jest w stanie wykreować realnego dobrobytu, jeśli nie dotyka fundamentalnej struktury podaży i instytucjonalnych ram rynku pracy.

Epistemologiczna pokora ekonomisty nakazuje jednak przyznać, że współczesna recepcja tej tezy jest znacznie ostrożniejsza, niż sugerowałaby jej klasyczna formuła. Po pierwsze dlatego, że sama ścieżka dojścia do średniookresowej równowagi może pozostawiać trwałe blizny na tkance gospodarki, obniżając produktywność, inwestycje i zdolność do zatrudnienia. Po drugie, ceny nie są wyłącznie funkcją płac, lecz także wypadkową globalnych napięć podażowych – od cen energii, przez koszty logistyki, aż po geopolityczną fragmentację łańcuchów dostaw. Po trzecie wreszcie, w epoce ultraniskich stóp procentowych spór o to, czy inflacja jest zjawiskiem pieniężnym, stał się debatą o to, które kanały transmisji monetarnej dominują w realnie funkcjonującym kapitalizmie. Słynne zdanie Miltona Friedmana, iż „inflacja zawsze i wszędzie jest zjawiskiem pieniężnym”, stało

się sloganową osią tego sporu. Współczesna ekonomia głównego nurtu przyznaje tej tezie warunkową słuszność w bardzo długim horyzoncie, lecz zarazem wskazuje, że w perspektywie istotnej dla polityki i biznesu inflacja jest złożonym amalgamatem impulsów popytowych, szoków kosztowych i dynamicznych oczekiwań, których sprowadzenie do prostego przyrostu pieniądza oznaczałoby utratę kluczowych informacji o samym mechanizmie zjawiska.

Krugman: wiarygodna nieodpowiedzialność banku

Popyt agregatowy w modelu AS–AD znajduje swoje teoretyczne źródło w równowadze na rynku dóbr i rynkach finansowych, a więc w aparacie analitycznym IS–LM. W tej klasycznej konstrukcji poziom cen oddziałuje na realną podaż pieniądza, a poprzez nią na stopę procentową i w konsekwencji na inwestycje. Należy jednak od razu zaznaczyć, że współczesna praktyka banków centralnych przesunęła punkt ciężkości z kontroli ilości pieniądza na bezpośrednie sterowanie stopą procentową. W tym reżimie podaż pieniądza staje się zmienną endogeniczną, dostosowywaną do celu stopy procentowej. Ta ewolucja nie unieważnia logiki modelu, lecz fundamentalnie zmienia jego interpretację: krzywa LM staje się w praktyce odzwierciedleniem reguły polityki pieniężnej, a nie technicznym zapisem podaży pieniądza. W kontekście pułapki płynności oznacza to, że problemem nie jest paraliż decyzyjny, lecz wyczerpanie przestrzeni manewru w obrębie jednego konwencjonalnego instrumentu.

W tym właśnie punkcie warto przywołać sformułowanie Paula Krugmana, które zyskało status kanonicznej tezy na temat pułapki płynności. Krugman pisał, iż aby polityka pieniężna zadziałała w tych granicznych warunkach, bank centralny musi „wiarygodnie obiecać, że będzie nieodpowiedzialny". Oznacza to konieczność przekonania rynku, że nie wycofa on ekspansji monetarnej natychmiast po pojawieniu się pierwszych oznak ożywienia. W warstwie formalnej chodzi tu o kształtowanie oczekiwań co do przyszłej polityki, bowiem bieżące decyzje inwestycyjne zależą od przewidywanej ścieżki warunków finansowania, a nie tylko od bieżącej stopy procentowej. W warstwie instytucjonalnej jest to zaś teza o komunikacji zobowiązującej, w której bank centralny świadomie ryzykuje swoją reputację strażnika stabilności cen, aby odzyskać sterowność nad realną gospodarką. Ta prowokacyjna w formie teza jest w istocie niezwykle trzeźwa, gdyż ujawnia, że w warunkach granicznych polityka pieniężna przestaje być techniką, a staje się polityką w pełnym tego słowa znaczeniu, z całym bagażem sporów o mandat, odpowiedzialność i granice prawomocności.

Parytet stóp procentowych wiąże rynki walutowe

Z perspektywy pomiaru, a więc tego, co biznes i państwo zwykły traktować jako twarde fakty, należy przypomnieć, że produkt krajowy brutto jest pojęciem troistym. Można go bowiem liczyć jako wartość dóbr finalnych, sumę wartości dodanej albo sumę dochodów. Nie są to trzy odrębne wskaźniki, lecz trzy perspektywy tego samego zjawiska, które w warunkach kryzysu ujawniają odmienną wrażliłość na błędy. PKB nominalny rośnie wraz ze wzrostem produkcji lub cen, podczas gdy PKB realny wzrasta wyłącznie wtedy, gdy rośnie wolumen wytwarzanych dóbr. Deflator PKB, będący miarą cen dóbr produkowanych w kraju, różni się fundamentalnie od indeksu cen konsumpcyjnych, który mierzy koszt życia i uwzględnia także dobra z importu. To rozróżnienie staje się kluczowe w gospodarce otwartej, gdzie szok cenowy importowanej energii może podbić inflację konsumencką znacznie szybciej niż deflator, inaczej oddziałując na dynamikę płac i przebieg negocjacji, niż sugerowałby pojedynczy, syntetyczny wskaźnik.

Wątek gospodarki otwartej jest tu niezbędny, gdyż bez niego model równowagi ogólnej pozostaje konstruktem nazbyt sterylnym. W takim systemie kurs walutowy nie jest jedynie dodatkiem, lecz centralnym kanałem transmisyjnym, który spaja rynki dóbr, rynki finansowe oraz sferę oczekiwań. Nominalny kurs walutowy to po prostu cena waluty krajowej wyrażona w walucie obcej, natomiast realny kurs walutowy stanowi miarę konkurencyjności cenowej – mówi, ile dóbr krajowych można nabyć za dobra zagraniczne. Przy pełnej mobilności kapitału działa zasada niezabezpieczonego parytetu stóp procentowych, która w intuicyjnym ujęciu głosi, że inwestor porównuje stopę zwrotu w kraju i za granicą, korygując ją o oczekiwaną zmianę kursu. Jeżeli spodziewa się osłabienia waluty krajowej, zażąda wyższej stopy procentowej jako rekompensaty za ryzyko. Ta relacja stanowi rdzeń współczesnej finansowej dyscypliny narzucanej państwom, ponieważ polityka pieniężna i fiskalna są oceniane nie tylko przez aktorów krajowych, lecz przez globalny aparat alokacji kapitału – z natury szybki, niesentymentalny i podatny na reakcje stadne.

Tu właśnie pojawia się pole do polemiki, którą należy prowadzić ostrożnie, lecz bez konformizmu. Podręcznikowe ujęcie modeli IS–LM i AS–AD często sugeruje, że gospodarka posiada wbudowaną skłonność do powrotu na ścieżkę naturalnego poziomu produkcji, a średni okres jest czasem swoistej autokorekty. W praktyce globalnych finansów autokorekta bywa jednak mylona z autodestrukcją, gdyż długotrwałe niedomaganie popytu może prowadzić do degradacji strony podażowej poprzez spadek inwestycji, erozję kompetencji i wzrost ryzyka politycznego. Wówczas naturalny poziom produkcji obniża się, a gospodarka, owszem, wraca do równowagi, lecz jest to równowaga na niższym pułapie. W tym sensie neutralność pieniądza w średnim okresie, jeśli interpretować ją bez świadomości mechanizmów zależności od ścieżki, może stać się jedynie wygodną zasłoną dla politycznej bierności.

Minsky: pułapka płynności jako kryzys bilansowy

W refleksji czysto finansowej należy zatem rozróżnić pułapkę płynności rozumianą jako techniczne, dolne ograniczenie stóp procentowych od pułapki płynności jako wyrazu dominacji bezpieczeństwa w portfelach sektora prywatnego. W pierwszym ujęciu problemem jest nieskuteczny instrument, w drugim – stłumiona skłonność do ryzyka. To drugie rozróżnienie prowadzi nas wprost do myśli Hymana Minsky'ego i jego słynnej formuły, że „stabilność rodzi niestabilność". Jeżeli bowiem długi okres spokoju skłania sektor prywatny do coraz większej dźwigni finansowej i podejmowania coraz bardziej kruchych zobowiązań, to w chwili szoku mechanizm oddłużania przybiera formę zbiorowej ucieczki. W takiej panice nawet zerowa stopa procentowa nie zachęca do inwestycji, gdyż dominującym ograniczeniem staje się stan bilansu, a nie cena pieniądza. Pułapka płynności jest wtedy szczególną postacią kryzysu bilansowego, a nie zaledwie epizodem w polityce pieniężnej.

Vademecum dla profesjonalisty biznesowego, wplecione w ten tok myślenia, musi mieć formę narzędzi do rozpoznania i decyzji, nie zaś katalogu gotowych porad. Jeżeli w otoczeniu pojawia się trwała tendencja do bardzo niskich stóp, której towarzyszą zmienność inflacji i napięcia geopolityczne, zarządzanie finansami przedsiębiorstwa powinno przenieść punkt ciężkości z prostego kosztu kapitału na ryzyko refinansowania i ryzyko marżowe. W reżimie niskich stóp największym błędem jest wiara, że tani pieniądz stanowi substytut produktywności. Tani pieniądz jest substytutem czasu – kupuje czas, ale nie kupuje sensu przedsięwzięcia. W świecie potencjalnych nawrotów do dolnej granicy stóp, którą współczesna literatura określa mianem efektywnego dolnego ograniczenia, dopuszczając nawet pewną ich ujemność, kluczowe staje się pytanie, czy banki są w stanie przenieść ten bodziec na akcję kredytową. Czy może zbliżają się do punktu zwrotnego, w którym dalsze obniżki stóp, poprzez presję na marże banków, wręcz pogarszają transmisję polityki pieniężnej? Ten szczegół jest dziś wiedzą operacyjną, a nie akademicką ciekawostką, bo decyduje, czy finansowanie będzie płynne, czy kapryśne.

Na tym etapie należy wprowadzić intelektualną prowokację, która ma swoje metodologiczne uzasadnienie. W świecie, w którym bank centralny nie potrafi skutecznie obniżyć stopy procentowej, a państwo obawia się ekspansji fiskalnej, rodzi się pokusa przerzucenia kosztu dostosowania na rynek pracy. Odbywa się to poprzez wzrost bezrobocia, presję na płace i erozję społecznego uznania. Taki zabieg bywa przedstawiany jako bolesny, lecz konieczny realizm. W istocie jednak jest to forma rachunkowej przemocy, w której równowagę osiąga się przez degradację roszczeń, a nie przez wzrost zdolności wytwórczej. Słynny bon mot Keynesa, że „w długim okresie wszyscy będziemy martwi", w polskiej recepcji służy najczęściej jako policzek wymierzony długofalowym pocieszeniom i jako wezwanie do działania tu i teraz. W naszej analizie zdanie to ma sens bardziej techniczny: jeżeli średni okres ma nadejść dopiero po społecznym

rozkładzie zdolności do pracy i inwestowania, to nie jest on powrotem do równowagi, lecz przejściem do nowego, trwale niższego jej stanu.

Jeżeli dotychczasowy wywód miał dowieść, że pułapka płynności nie jest techniczną osobliwością, lecz logicznym punktem granicznym nowoczesnej makroekonomii, to obecna część podejmuje zadanie trudniejsze. Chodzi mianowicie o rekonstrukcję równowagi ogólnej nie jako faktu empirycznego, lecz jako

NBP jako instytucja graniczna: suwerenność po 2004 roku

Akcesja Polski do Unii Europejskiej w 2004 roku nie oznaczała bynajmniej włączenia Narodowego Banku Polskiego do jednolitego mechanizmu decyzyjnego strefy euro. Ustanowiła natomiast stan instytucjonalnej osobliwości, w którym bank centralny zachowuje suwerenność w polityce pieniężnej, pozostając zarazem strukturalnie sprzężonym z reżimem prawa unijnego, jednolitym rynkiem kapitałowym oraz wspólną architekturą oczekiwań makroekonomicznych. NBP stał się w ten sposób instytucją pogranicza, zawieszoną pomiędzy pełną autonomią a normatywnym horyzontem konwergencji, który formalnie pozostaje celem traktatowym, lecz którego realizacja została faktycznie odłożona na czas nieokreślony.

Z perspektywy aparatu pojęciowego nowoczesnej makroekonomii kluczowe jest jednak co innego. Po 2004 roku NBP nie był ani bankiem centralnym gospodarki zamkniętej, ani członkiem unii walutowej. Był natomiast bankiem centralnym gospodarki otwartej o płynnym kursie walutowym, funkcjonującym w warunkach wysokiej mobilności kapitału, postępującej integracji finansowej oraz asymetrycznej zależności od globalnych cykli monetarnych. Ta właśnie pozycja zarówno wyznaczała granice możliwych interwencji, jak i fundamentalnie kształtowała ich ostateczne skutki.

Strategia BCI: stabilizacja cen w polskiej gospodarce

Od momentu akcesji do Unii Europejskiej Narodowy Bank Polski konsekwentnie realizował strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Nie była to jednak wyłącznie techniczna metoda stabilizacji cen, lecz fundamentalny wybór o charakterze epistemicznym. Uznano bowiem, że stabilność cen stanowi nadrzędny warunek racjonalnej koordynacji działań gospodarczych, tworząc przewidywalne ramy dla przedsiębiorców i konsumentów. W języku modelu AS–AD oznaczało to

przyjęcie misji strzeżenia kotwicy oczekiwań cenowych, a tym samym stabilizowania położenia krzywej podaży zagregowanej w średnim okresie.

Decyzja ta, choć przedstawiana jako technokratyczna, miała głęboko polityczno-instytucjonalny wymiar. W warunkach transformującej się gospodarki, naznaczonej historią wysokiej inflacji i niskiego zaufania do waluty, stabilność cen stała się warunkiem odbudowy wiarygodności kontraktowej. Dotyczyło to zarówno relacji wewnętrznych, jak i tych z kapitałem zagranicznym. NBP pełnił tu funkcję nie tylko regulatora stopy procentowej, lecz instytucji gwarantującej semantyczną stabilność pieniądza – czyli to, że jednostka pieniężna zachowuje względnie stałe znaczenie w czasie.

Społeczno-gospodarcze skutki tej strategii okazały się dwojakie. Z jednej strony umożliwiła ona głęboką integrację Polski z europejskim rynkiem finansowym, co przełożyło się na obniżenie premii za ryzyko i napływ kapitału inwestycyjnego. Z drugiej strony utrwaliła reżim, w którym polityka pieniężna była strukturalnie mniej wrażliwa na bezrobocie i napięcia na rynku pracy. W języku modelu oznaczało to akceptację powrotu gospodarki do naturalnego poziomu produkcji, nawet jeśli wiązało się to z długotrwałymi kosztami społecznymi.

W warunkach płynnego kursu walutowego decyzje NBP po 2004 roku oddziaływały na gospodarkę nie tylko poprzez klasyczny kanał stopy procentowej, lecz także poprzez kanał kursowy i kanał oczekiwań kapitałowych. W modelu IS–LM gospodarki otwartej oznaczało to, że obniżenie stopy procentowej nie prowadziło wyłącznie do wzrostu inwestycji krajowych. Wywoływało również zmiany w przepływach kapitału i wpływało na relatywną atrakcyjność złotego, czyniąc politykę pieniężną bardziej złożonym instrumentem.

W praktyce NBP wielokrotnie funkcjonował jako amortyzator szoków zewnętrznych, zwłaszcza w okresach globalnej niepewności. Kryzys finansowy lat 2008–2010 stał się tu momentem granicznym. Polska, jako jedyny kraj UE unikający formalnej recesji, skorzystała z kombinacji płynnego kursu walutowego, relatywnie zdrowego sektora bankowego oraz ostrożnej, lecz elastycznej polityki pieniężnej. NBP obniżał stopy procentowe, dostarczał płynności i stabilizował rynek finansowy, nie tracąc przy tym kontroli nad oczekiwaniami inflacyjnymi. W języku równowagi ogólnej oznaczało to przesunięcie krzywej popytu zagregowanego w prawo bez trwałego odkotwiczenia krzywej podaży. Skutkiem była łagodna ścieżka dostosowania rynku pracy i uniknięcie gwałtownej destrukcji kapitału ludzkiego, choć jednocześnie utrwaliło to model wzrostu oparty na popycie zewnętrznym i konkurencyjności kosztowej.

Po 2013 roku NBP znalazł się w środowisku, które w aparacie pojęciowym tego tekstu należy określić jako peryferyjne uczestnictwo w globalnej pułapce płynności. Stopy procentowe obniżono

do historycznie niskich poziomów, inflacja oscylowała wokół zera, a realna stopa procentowa bywała dodatnia mimo nominalnej stabilizacji. W tym okresie NBP pełnił funkcję strażnika stabilności nominalnej, lecz jego zdolność do aktywnej stymulacji realnej gospodarki była ograniczona. W języku krzywej LM oznaczało to zbliżenie do efektywnego dolnego ograniczenia, przy którym dalsze obniżki stóp nie przynosiły już proporcjonalnych efektów popytowych. Bank centralny nie sięgał wówczas po niestandardowe instrumenty na skalę znaną z EBC czy Fedu, co było zarówno wyborem ostrożnościowym, jak i konsekwencją struktury polskiego systemu finansowego. Skutkiem tej strategii była stabilizacja makroekonomiczna przy jednoczesnym narastaniu nierównowag sektorowych, zwłaszcza na rynku nieruchomości.

Momentem przełomowym okazała się pandemia COVID-19. NBP po raz pierwszy w swojej historii uruchomił skup aktywów skarbowych i gwarantowanych przez państwo, wchodząc w reżim, który należy określić jako warunkową monetarną koordynację fiskalną. Działanie to, zgodne z logiką stabilizacji popytu w warunkach szoku egzogenicznego, oznaczało jednocześnie przesunięcie dotychczasowej granicy między polityką pieniężną a fiskalną. W modelu IS–LM była to próba obejścia ograniczeń krzywej LM poprzez bezpośrednie oddziaływanie na warunki finansowania państwa. W modelu AS–AD – próba ratowania popytu przy czasowym zamrożeniu podaży. Krótkookresowym skutkiem było uniknięcie załamania produkcji i rynku pracy, średniookresowym zaś – powrót inflacji, spotęgowany przez globalne szoki podażowe.

W latach 2021–2023 NBP stanął przed koniecznością gwałtownego zaostrzenia polityki pieniężnej. Był to moment, w którym bank centralny musiał ponownie potwierdzić swoją fundamentalną funkcję strażnika nominalnej spójności systemu. Podwyżki stóp procentowych, choć reaktywne, z perspektywy modelu AS–AD stanowiły próbę przesunięcia popytu zagregowanego w dół w celu ponownego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Społeczno-gospodarcze koszty tej fazy były istotne, zwłaszcza dla kredytobiorców. Jednocześnie jednak potwierdziła się rola banku centralnego jako instytucji, która w ostateczności odpowiada za stabilność pieniądza, nawet kosztem krótkookresowego spowolnienia.

Od 2004 roku Narodowy Bank Polski nie był ani kreatorem wzrostu gospodarczego, ani biernym notariuszem procesów rynkowych. Był raczej architektem warunków możliwości, w których wzrost mógł się dokonywać, o ile inne instytucje wypełniały swoje role. W ramach Unii Europejskiej, lecz poza strefą euro, NBP pełnił funkcję bufora, stabilizatora i strażnika nominalnego porządku. Najważniejszym skutkiem jego działań była makroekonomiczna stabilność, która umożliwiła realną konwergencję dochodową Polski. Najpoważniejszym ograniczeniem okazała się strukturalna niemożność rozwiązywania problemów podażowych przy pomocy instrumentów pieniężnych. W tym sensie historia NBP po 2004 roku potwierdza, że polityka pieniężna może zapobiegać

katastrofie, lecz nie zastąpi projektu rozwojowego. Równowaga ogólna może być stabilna, a zarazem jałowa, jeśli nie towarzyszy jej odważna polityka strukturalna.

Mandat NBP vs EBC: hierarchia celów bankowych

Zestawianie Narodowego Banku Polskiego z Europejskim Bankiem Centralnym na podstawie prostego porównania narzędzi czy stóp procentowych jest intelektualną pułapką. Takie ujęcie zaciera bowiem fundamentalną, ontologiczną różnicę między tymi instytucjami, które nie są bankami centralnymi tego samego typu. Reprezentują one dwa odmienne sposoby istnienia pieniądza w porządku gospodarczym oraz dwa różne rozwiązania odwiecznego problemu koordynacji działań w warunkach niepewności.

NBP jest klasycznym bankiem centralnym państwa narodowego, działającym w gospodarce otwartej, lecz suwerennej monetarnie. Posiada własną walutę i własne krzywe IS oraz LM, których przecięcie wyznacza krótkookresową równowagę, podatną na interwencje jednego ośrodka władzy. EBC jest natomiast konstruktem bezprecedensowym: bankiem centralnym bez państwa. To instytucja zarządzająca wspólnym pieniądzem dla zbioru gospodarek o radykalnie odmiennych strukturach, rynkach pracy i bilansach, a przy tym pozbawiona jednolitego zaplecza fiskalnego, które mogłoby amortyzować wstrząsy. Ta różnica nie jest detalem technicznym, lecz ma charakter konstytutywny.

Formalnie obie instytucje realizują nadrzędny cel stabilności cen, jednak w praktyce pojęcie to kryje zupełnie inną treść operacyjną. Dla NBP stabilność cen jest narzędziem służącym budowie wiarygodności złotego oraz warunkiem stabilnej integracji z globalnym systemem gospodarczym. Dla EBC stabilność cen staje się natomiast substytutem brakującej jedności politycznej. To jedyny cel, który można legitymizować na poziomie ponadnarodowym bez odwoływania się do niewygodnej kwestii wspólnej suwerenności fiskalnej.

Przekładając to na język modelu AS–AD, NBP może traktować stabilność cen jako środek do kotwiczenia oczekiwań w gospodarce o względnie spójnej strukturze społecznej i politycznej. EBC z kolei musi postrzegać ją jako jedyny wspólny mianownik dla konstelacji państw, w których inflacja oznacza coś zupełnie innego w Berlinie, Madrycie czy Atenach. W tym sensie EBC nie tyle stabilizuje jedną, wspólną krzywą zagregowanej podaży, ile raczej podejmuje nieustanny wysiłek, by utrzymać pozory jej istnienia.

> Czy w świecie, gdzie tradycyjne narzędzia polityki pieniężnej zawodzą, a rynek pracy staje się areną walki o podział owoców pracy, gospodarka może trwale dryfować w kierunku stanu uśpienia? A może to właśnie w tym pozornym bezruchu kryje się potencjał do przewartościowania priorytetów i poszukiwania nowych, bardziej sprawiedliwych i zrównoważonych modeli rozwoju? Czy pułapka płynności, zamiast być końcem pewnej epoki, nie jest przypadkiem początkiem nowej, w której ekonomia musi spotkać się z etyką?

Inspiracje

[1] **"Macroeconomia. Una prospettiva Europea"** Francesco Giavazzi, Olivier Blanchard, Alessia Amighini

2024 | Il Mulino

Włoski ekonomista, profesor ekonomii na Uniwersytecie Bocconi. Jego badania koncentrują się na międzynarodowej gospodarce monetarnej, polityce fiskalnej i integracji europejskiej. Doradzał rządom i bankom centralnym. Jest pracownikiem naukowym CEPR i adiunktem naukowym NBER.

Italian economist, Professor of Economics at Bocconi University. Research focuses on international monetary economics, fiscal policy, and European integration. He has advised governments and central banks and is a Research Fellow at CEPR and Research Associate at NBER.

Bocconi University

Olivier Blanchard jest francuskim ekonomistą, emerytowanym profesorem ekonomii im. Roberta M. Solowa na MIT, profesorem Paris School of Economics oraz starszym pracownikiem naukowym im. C. Freda Bergstena w Peterson Institute. Jest znany ze swojej pracy z zakresu makroekonomii, polityki pieniężnej i rynku pracy. W latach 2008-2015 pełnił funkcję głównego ekonomisty MFW.

***Olivier Blanchard** is a French economist, the Robert M. Solow Professor Emeritus of Economics at MIT, Professor at the Paris School of Economics, and C. Fred Bergsten Senior Fellow at the Peterson Institute. He is known for his work on macroeconomics, monetary policy, and labor markets. He served as the Chief Economist at the IMF from 2008-2015.*

Massachusetts Institute of Technology; Paris School of Economics; Peterson Institute for International Economics

---

Alessia Amighini jest profesorem nadzwyczajnym ekonomii na Uniwersytecie Piemontu Wschodniego i profesorem nadzwyczajnym na Katolickim Uniwersytecie w Mediolanie. Jest również współkierownikiem Centrum Azjatyckiego i starszym pracownikiem naukowym w ISPI. Jej badania koncentrują się na międzynarodowych stosunkach gospodarczych Chin.

***Alessia Amighini** is an Associate Professor of Economics at the University of Piemonte Orientale and Adjunct Professor at the Catholic University of Milan. She is also Co-Head of Asia Centre and Senior Associate Research Fellow at ISPI. Her research focuses on China's international economic relations.*

Università del Piemonte Orientale; Catholic University of Milan; ISPI

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:



[1] "Austerity: When It Works and When It Doesn't"

Alberto Alesina, Francesco Giavazzi, Carlo Favero

2019 | Princeton University Press | ISBN: 9780691172217



[2] "Macroeconomics"

Olivier Blanchard

2021 | Pearson Education | ISBN: 9781292360898



[3] "Lectures on Macroeconomics"

Olivier Blanchard, Stanley Fischer

1989 | MIT Press | ISBN: 9780262022835



[4] "What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis"

Olivier Blanchard, et al.

2019 | MIT Press | ISBN: 9780262039369



[5] "The Economics of Post-Communist Transition"

Olivier Blanchard

1997 | OUP Oxford | ISBN: 9780191521775



[6] "China's Race to Global Technology Leadership"

Alessia Amighini

2019 | Ledizioni | ISBN: 9788867059911



[7] "China: Champion of (Which) Globalisation?"

Alessia Amighini

2018 | Ledizioni | ISBN: 9788867057917

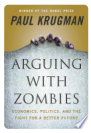
Literatura pokrewna (Google Scholar):



[8] "A Monetary History of the United States, 1867–1960"

Milton Friedman, Anna J. Schwartz

2008 | Princeton University Press | ISBN: 9781400829330



[9] **"Arguing with Zombies: Economics, Politics, and the Fight for a Better Future"**

Paul Krugman

2020 | W. W. Norton & Company | ISBN: 9781324005025

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] **"Fiscal Consolidation Programs and Income Inequality"**

Pedro Brinca, Miguel H. Ferreira, Francesco Franco, Hans A. Holter, Laurence Malafry

2021 | International Economic Review

[2] **"The Network Effects of Fiscal Adjustments"**

Carlo A. Favero, Edoardo Briganti, Madina Karamysheva

2018 | CEPR Discussion Papers

[3] **"Liquidity Traps: How to Avoid Them and How to Escape Them"**

Willem H. Buiter, Nikolaos Panigirtzoglou

1999 | NBER Working Paper

Google Scholar

[4] **"The Active Role of the Natural Rate of Unemployment"**

Robert E. Hall, Marianna Kudlyak

2023 | NBER Working Paper

[5] **"Indian Currency and Finance"**

John Maynard Keynes

1913

[6] **"Liquidity Traps in a World Economy"**

Robert Kollmann

2021

Google Scholar

[7] **"The Role of Monetary Policy"**

Milton Friedman

1968 | American Economic Review

[8] **"A Study in the Quantity of Money"**

Milton Friedman

1956

[9] **"'Captivated by Liquidity' – Theoretical Traps and Practical Mazes"**

T. Zsuzsanna Novák, Tibor Tatay

2021 | Public Finance Quarterly

Google Scholar

[10] **"Thinking About the Liquidity Trap"**

Paul Krugman

2000 | Journal of the Japanese and International Economies

Google Scholar

[11] **"It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap"**

Paul R. Krugman

1998 | Brookings Papers on Economic Activity

[12] **"The Financial Instability Hypothesis"**

Hyman P. Minsky

1992 | The Jerome Levy Economics Institute of Bard College

[13] **"Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies"**

Hyman P. Minsky

1996 | Journal of Economic Issues

[14] **"Reconsideration of the IS–LM model and limitations of monetary policy: a Tobin–Minsky model"**

Toshio Watanabe

2021 | Evolutionary and Institutional Economics Review

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[15] **"Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries"**

Francesco Giavazzi, Marco Pagano

1990 | NBER Macroeconomics Annual

[16] "Economic and Political Liberalizations"

Francesco Giavazzi, Guido Tabellini

2005 | Journal of Monetary Economics

[17] "The Output Effect of Fiscal Consolidation Plans"

Alberto Alesina, Carlo Favero, Francesco Giavazzi

2015 | Journal of International Economics

[18] "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances"

Olivier Blanchard, Danny Quah

1988 | National Bureau of Economic Research

[19] "The solution of linear difference models under rational expectations"

Olivier Blanchard, Charles M. Kahn

1980 | Econometrica: Journal of the Econometric Society

[20] "Hysteresis and the European unemployment problem"

Olivier Blanchard, Lawrence H. Summers

1986 | NBER macroeconomics annual

[21] "China and India in the international fragmentation of automobile production"

Alessia Amighini

2012 | China Economic Review

Google Scholar

[22] "Do Chinese state-owned and private enterprises differ in their internationalization strategies?"

Alessia Amighini

2013 | China Economic Review

Google Scholar

[23] "China's Outward FDI: An Industry-Level Analysis of Host-Country Determinants"

Alessia Amighini, Roberta Rabellotti, Marco Sanfilippo

2013 | Frontiers of Economics in China-Selected Publications from Chinese Universities

Google Scholar

Tekst opracowany z udziałem sztucznej inteligencji.
Redakcja i kontrola merytoryczna: Fundacja Dobre Państwo.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: d34ed881-c3f1-4b6e-a6aa-f3f109676d66