

ANDRZEJ JĘDRUCHNIEWICZ^a

SKUTKI POLITYKI NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO W CZASIE PANDEMII COVID-19

THE EFFECTS OF THE NATIONAL BANK OF POLAND'S POLICY DURING THE COVID-19 PANDEMIC

The study aims to identify and assess the effects of the policy pursued by the National Bank of Poland (NBP) during the COVID-19 pandemic. The assessment covers the effects of monetary policy observed in 2020–2023. The research was conducted using deduction, verbal logic, and an analysis of the dynamics of the categories studied. During the pandemic, the NBP changed its expansionary policy to ultra-expansionary. The main actions were lowering interest rates and purchasing securities as part of structural open market operations. The positive consequences of such a policy were an increase in global demand and production in 2021–2022 and a persistently low unemployment rate. At the same time, there were many negative effects. The most important was the emergence of high inflation, with all its economic and social costs. For households, the long-lasting negative real interest rate and the decline in average real wages in 2022–2023 were particularly costly. Not only did CPI inflation increase, but also core inflation. This means that the NBP's actions significantly contributed to strong price growth in Poland. The consequence of the NBP's ultra-lenient policy during the pandemic was also the Cantillon effect. Such a policy contributed to the division of society into winners of these changes and losers, the latter being mainly consumers.

Keywords: monetary policy; pandemic COVID-19; inflation; Cantillon effect
JEL: B53, E31, E52

Celem artykułu jest identyfikacja i ocena skutków polityki prowadzonej przez Narodowy Bank Polski (NBP) w okresie pandemii COVID-19. Ocenie zostały poddane skutki polityki monetarnej, które wystąpiły w latach 2020–2023. Badania przeprowadzono z wykorzystaniem dedukcji, logiki werbalnej oraz dynamiki badanych kategorii. W czasie pandemii NBP dokonał zmiany polityki ekspansywnej na wyjątkowo ekspansywną. Główne działania polegały na obniżaniu stóp procentowych oraz skupie papierów wartościowych w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Pozytywnymi konsekwencjami takiej polityki były wzrost popytu globalnego i produkcji w okresie 2021–2022 oraz utrzymywanie się niskiej stopy bezrobocia. Jednocześnie wystąpiło wiele skutków negatywnych. Najważniejszy to pojawienie się wysokiej inflacji ze wszystkimi jej kosztami gospodarczymi i społecznymi. Dla gospodarstw domowych szczególnie kosztowna była długo utrzymująca się ujemna realna stopa procentowa oraz spadek przeciętnego realnego wynagrodzenia w latach 2022–2023. Wzrosła nie tylko inflacja mierzona Consumer Price Index (CPI), lecz także inflacja bazowa. Oznacza to, że działania NBP istotnie przyczyniły się do silnego wzrostu cen

^a Warsaw University of Life Sciences, Poland /
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Polska
andrzej_jedruchniewicz@sggw.edu.pl, <https://orcid.org/0000-0002-3133-6880>

w Polsce. Konsekwencją ultrałagodnej polityki NBP w czasie pandemii był również efekt Cantillona (tzn. zróżnicowany wpływ nowego pieniądza na sektory w gospodarce oraz grupy społeczne). Taka polityka przyczyniła się do podziału społeczeństwa na wygranych tych zmian oraz przegranych, głównie konsumentów.

Słowa kluczowe: polityka monetarna; pandemia COVID-19; inflacja; efekt Cantillona
JEL: B53, E31, E52

I. WSTĘP

Pandemia COVID-19 była dla gospodarek na całym świecie, w tym również w Polsce, największym szokiem od czasu globalnego kryzysu finansowego z 2008 r. Państwa dotknięte kryzysem podjęły szereg działań mających przeciwdziałać negatywnym skutkom pandemii. Dotyczyły one m.in. służby zdrowia, obszarów gospodarczych (takich jak polityka fiskalna i funkcjonowanie rynku pracy) oraz technicznych (w tym produkcji i dostarczania środków dezynfekujących i materiałów ochronnych). Ważną rolę w walce z tym kryzysem odgrywała polityka pieniężna (Bernanke, 2022; Echarte Fernández i in., 2021). W odpowiedzi na gospodarcze skutki pandemii Narodowy Bank Polski (NBP) podjął działania mające na celu wsparcie rynków finansowych, zapewnienie płynności sektorowi bankowemu, zmniejszenie kosztów kredytobiorców oraz zwiększanie finansowania instytucji finansów publicznych (Głapiński, 2024). Podobne cele przyświecały również polityce Europejskiego Banku Centralnego (EBC) oraz Systemu Rezerwy Federalnej (FED).

Narodowy Bank Polski podjął szybkie i zdecydowane decyzje, wykorzystując konwencjonalne i niestandardowe instrumenty. Taka polityka miała jednak swoje konsekwencje w krótkim, ale i dłuższym okresie. Wśród ekonomistów trwają dyskusje dotyczące zasadności takiej polityki NBP. Głosy wspierające ją wskazują na pozytywny wpływ na sektor realny (Ancyparowicz, 2022; Łon, 2020). Natomiast krytycy podkreślają doprowadzenie do wysokiej inflacji (Grabia, 2022; Janecki, 2021; Wojtyna, 2022).

Celem opracowania jest identyfikacja i ocena skutków polityki prowadzonej przez Narodowy Bank Polski w okresie pandemii COVID-19. Za okres ten przyjęto lata 2020–2021. Choć oficjalnie stan epidemii w Polsce został odwołany 16 maja 2022 r., to w praktyce ograniczenia zostały zniesione do końca 2021 r. Ocenie poddano skutki polityki monetarnej, które wystąpiły w latach 2020–2023. Badania przeprowadzono z wykorzystaniem dedukcji, logiki werbalnej oraz dynamiki badanych kategorii.

II. DZIAŁANIA RZĄDU W CZASIE PANDEMII

Wybuch choroby COVID-19 został po raz pierwszy zgłoszony w Wuhan w Chinach w grudniu 2019 r. Gwałtowny przyrost zachorowań na świecie spo-

wodował, że 11 marca 2020 r. Światowa Organizacja Zdrowia (WHO) ogłosiła globalną pandemię COVID-19 (Shi i in., 2020). Była to nowa, trudna sytuacja dla decydentów politycznych i rządów większości krajów na świecie. Niestandardowe warunki wymagały od władz podejmowania decyzji dotyczących wielu aspektów funkcjonowania społeczeństwa, instytucji publicznych oraz podmiotów gospodarczych (Czech i in., 2020). Przyjęcie przez władze określonego sposobu radzenia sobie z pandemią prowadzi do innych konsekwencji społeczno-gospodarczych. Decyzje państwa mają wpływ na działanie zarówno instytucji publicznych, jak i niezależnych od rządu. Uwarunkowania wynikające z decyzji rządowych i ich przewidywane skutki są kluczowe dla polityki monetarnej w czasie pandemii. Dlatego polityka Narodowego Banku Polskiego w tym czasie była ściśle powiązana z działaniami rządu (Ancyparowicz, 2020).

Szybko rosnące liczby zakażeń i zgonów wywołanych przez koronawirusa SARS-CoV-2 spowodowały, że rządy wielu krajów na całym świecie wprowadziły różnego rodzaju ograniczenia i blokady w celu zatrzymania rozprzestrzeniania się nowej pandemii. Niespotykane wcześniej ograniczenia w zakresie przemieszczania się doprowadziły do radykalnego ograniczenia mobilności ludzi oraz miały negatywny wpływ na gospodarki krajów na wielką skalę (Bonaccorsi i in., 2020).

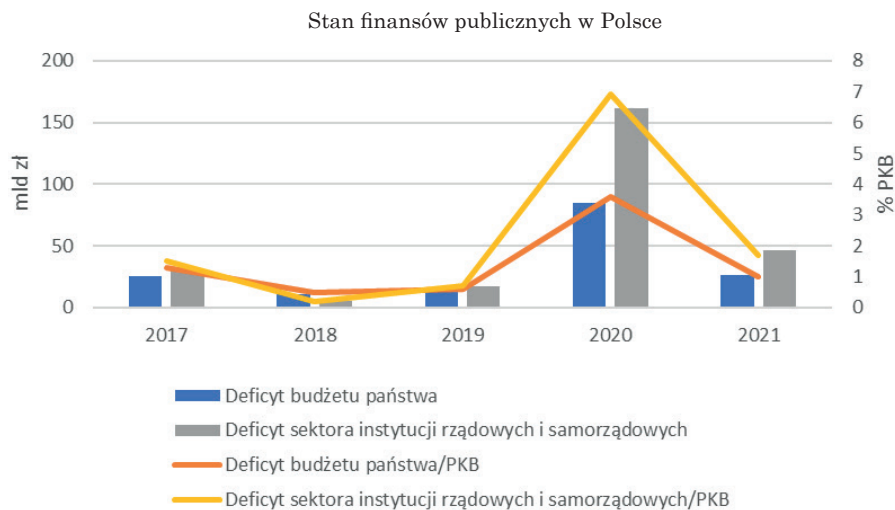
Polski rząd, podobnie jak rządy większości innych krajów, również wybrał sposób radzenia sobie z pandemią oparty na logice przymusu, nakazów i zakazów. Uznając konieczność ratowania społeczeństwa, wzmocnił interwencjonizm państwowy. Takie działania są jednak nieproduktywne gospodarczo i skutkują negatywnymi konsekwencjami (m.in. niedopasowaniami decyzji konsumentów i producentów, słabą koordynacją gospodarczą, chaotycznymi działaniami oraz kalkulacjami ekonomicznymi opartymi na nierynkowych informacjach). Paradoks państwowego interwencjonizmu polega na tym, że ma on tendencję do osiągania rezultatów zupełnie przeciwnych do zamierzonych (Huerta de Soto, 2013). Etatystyczne rozwiązania rządu w czasie pandemii COVID-19 jeszcze bardziej utrwaliły ich negatywne skutki.

Wbrew dominującym opiniom, polski rząd wcale nie był zmuszony do przyjęcia takiej logiki działania i podejmowania decyzji opartych na przymusie. Wydaje się, że władza wybrała rozwiązania najbardziej dla niej naturalne i znane aparatowi biurokratycznemu. Istniały również inne opcje radzenia sobie z tą nietypową, pandemiczną rzeczywistością. Taką opcją było rozwiązanie oparte w dużym stopniu na szerokiej i powszechniej informacji o panujących warunkach oraz dobrowolności decyzji ludzi, w tym również pracodawców i pracowników, w jaki sposób będą postępowali. Decyzje zostałyby przeniesione z makro- do mikroskali. Nie wprowadzono by wówczas powszechnego lockdownu. Skutki pandemii byłyby oczywiście odczuwalne. Jednak takie rozwiązanie byłoby bardziej efektywne dla całej gospodarki. Poszukiwanie najlepszych rozwiązań stałoby się wówczas zadaniem przedsiębiorczej kreatywności. W społeczeństwie wolnym od przymusu problemy rozwiązywane byłyby zupełnie inaczej, niż robiło to państwo (Huerta de Soto, 2021). Zastosowane rozwiązania byłyby bardziej zdecentralizowane i zdezagregowane. Wybór przez rząd sposobu radzenia sobie z pandemią jest klu-

czowy na wielu poziomach. Miał on również wpływ na prowadzenie polityki monetarnej w tym okresie.

Wybór opcji etatystycznej w Polsce, tak jak w innych krajach, oznaczał wprowadzenie przez rząd wielu programów wsparcia przedsiębiorców i pracowników (por. Romer, 2021). Były to tzw. tarcze antycovidowe. Rozwiązania te były realizowane przez różne instytucje m.in. ministerstwa, Polski Fundusz Rozwoju oraz Bank Gospodarstwa Krajowego. Pomoc przedsiębiorcom i pracownikom w ramach łagodzenia negatywnych skutków pandemii była wyjątkowo kosztowna (Majchrzycka-Guzowska, 2021). Rząd wydatkował na ten cel olbrzymie środki, których nie mógł zgromadzić w postaci podatków. Skutkowało to znacznym powiększeniem deficytu budżetowego w kolejnych latach w porównaniu ze stanem z 2019 r. Środki na pokrycie tego deficytu rząd gromadził z różnych źródeł. W 2020 r. deficyt budżetowy wzrósł do 85 mld zł z 13,7 mld zł w 2019 r., a w 2021 r. wyniósł 26,4 mld zł (rys. 1). Znacznie wyższy był deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych. W roku 2020 wyniósł 161,9 mld zł, a w 2021 był na poziomie 46,5 mld zł.

Rysunek 1



Źródło: GUS (2025b) oraz obliczenia własne.

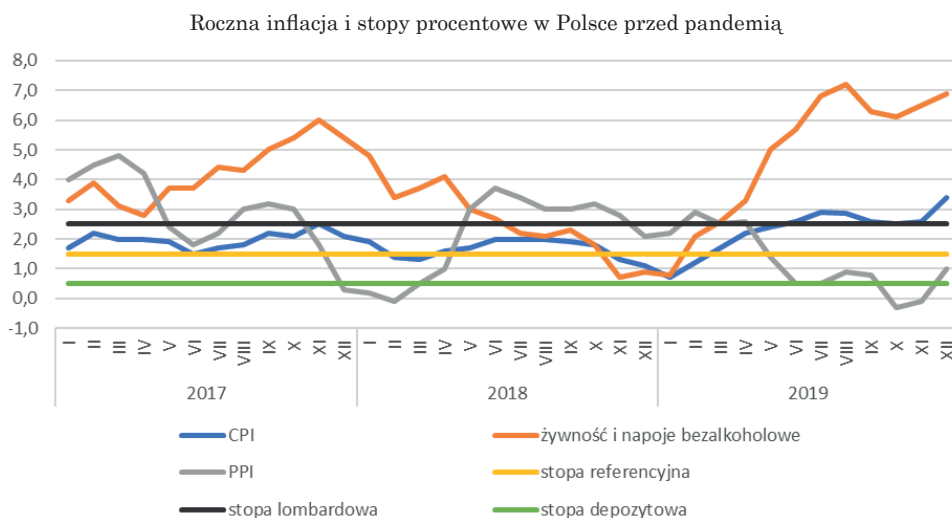
Nie kwestionując, że polski rząd powinien realizować pomoc publiczną związaną z pandemią, powstaje pytanie, czy musiał to robić na tak wysokim poziomie. Tutaj wątpliwości są jeszcze większe niż w analizie sposobu radzenia sobie z pandemią. Generalnie można ocenić, iż taki poziom wydatków był zdecydowanie nieuzasadniony. Główne zarzuty związane z pomocą publiczną to: finansowanie często niepotrzebnych działań, w wielu przypadkach zawyżanie wydatków, ustalenie zbyt łagodnych kryteriów pomocy przedsiębiorstwom, finansowanie działania firm, które w rzeczywistości tego nie potrzebowały,

ustalenie zbyt wysokiego poziomu i zbyt łagodnych kryteriów umarzania subwencji, automatyzacja przyznawania środków, brak solidnej weryfikacji informacji podawanej przez podmioty gospodarcze wnoszące o pomoc.

III. POLITYKA NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO W OKRESIE PANDEMII

W okresie poprzedzającym pandemię, uwarunkowania inflacyjne sprzyjały prowadzeniu przez Narodowy Bank Polski stabilnej polityki monetarnej (Michalski, 2022). Stopa inflacji mierzona wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych była zbliżona do celu inflacyjnego (rys. 2). Jednak od połowy 2019 r. procesy inflacyjne zaczęły się nasilać. W latach 2017–2019 stopy procentowe NBP były na takim samym poziomie. Stopa referencyjna wynosiła 1,5%, stopa lombardowa – 2,5%, a depozytowa – 0,5% (rys. 2). Wydaje się jednak, iż była to polityka zbyt łagodna. Realna stopa procentowa, uwzględniając stopę referencyjną, była najczęściej ujemna. Jednym ze skutków takiej polityki było przyspieszenie inflacji od połowy 2019 r. Dodatkowo tak niskie stopy procentowe ograniczały pole działania NBP w przypadku pojawienia się kryzysu. Nadzwyczajny kryzys pandemiczny pojawił się już na początku 2020 r.

Rysunek 2



Źródło: GUS (2025d); NBP (2025b).

Równoległe z polityką rządu swoje działania w czasie pandemii prowadził również Narodowy Bank Polski. Była to zmiana z dotychczasowej łagodnej polityki monetarnej na politykę ultraekspansywną. Stało się tak pomimo wystę-

pującej wówczas wysokiej inflacji konsumenckiej. W lutym 2020 r. wynosiła ona 4,7% rocznie (GUS, 2025b). Była więc istotnie wyższa od celu inflacyjnego, który wynosił $2,5\% \pm 1$ pp. Wyjątkowo ekspansywna polityka NBP wynikała oczywiście z chęci przeciwdziałania przewidywanym negatywnym skutkom lockdownu wprowadzonego przez rząd. Na początku pandemii przewidywania co do spadku produkcji i PKB w Polsce były bardzo pesymistyczne. Taki sposób działania NBP wynikał z jego celów opisanych w Konstytucji RP, art. 227, ust. 1: „Centralnym bankiem państwa jest Narodowy Bank Polski. Przysługuje mu wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i realizowania polityki pieniężnej. Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”¹ oraz ustawie o NBP, art. 3, ust. 1: „Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”². Był także zgodny ze strategią bezpośredniego celu inflacyjnego, za pomocą której NBP prowadził swoją politykę od wielu lat. Jednym z jej fundamentalnych elementów jest formalnoprawne przyjęcie stabilności cen jako jedynego średnio- i długookresowego celu polityki pieniężnej (Niedźwiedzińska, 2024). Strategia ta umożliwia więc rezygnację w krótkim okresie z realizacji wyznaczonego celu inflacyjnego na rzecz oddziaływania polityki monetarnej na zmiany produkcji i zatrudnienia. Cel finalny banku centralnego przesuwają się wówczas z inflacji na rzecz zmian w sektorze realnym. Kluczowe w tym jest to, że bank centralny nie traci wiarygodności przy przejściowo wyższej inflacji. W takiej sytuacji polityka pieniężna nie jest oceniana negatywnie. Narodowy Bank Polski miał więc dobre, akceptowane przez ekonomistów głównego nurtu, podstawy do swoich działań w warunkach pandemii, które skupiały się głównie na celu związanym z sektorem realnym (Sławiński, 2023). Oczywiście nadrzędnym celem było utrzymanie stabilności sektora finansowego.

Polski bank centralny rozpoczął łagodzenie polityki monetarnej już w marcu 2020 r. W latach 2020–2021 zastosował wiele instrumentów zaliczanych zarówno do polityki konwencjonalnej, jak i niestandardowej (por. Cortes i in., 2022). Podstawowym instrumentem banku centralnego są stopy procentowe. Narodowy Bank Polski rozpoczął ich obniżkę w marcu 2020 r. (rys. 3). Przykładowo, stopa referencyjna została obniżona z 1,5% do 1%. Stopy były szybko obniżane, chociaż w różnych terminach i w różnej skali. Stabilny poziom stopy osiągnęły w maju 2020 r. Stopa referencyjna wyniosła 0,1%, stopa lombardowa – 0,5%, stopa redyskontowa – 0,11%, a stopa depozytowa osiągnęła 0%. NBP wprowadził też kredyt wekslowy, którego stopa została ustalona na 0,12%. Obok stóp operacji kredytowych i depozytowych bank centralny zmniejszył również stopę rezerwy obowiązkowej od środków złotych i środków w walutach obcych do poziomu 0,5%.

W związku ze znacznym wzrostem inflacji NBP pod koniec 2021 r. rozpoczął podnoszenie swoich stóp procentowych. Wyższy ich poziom występował

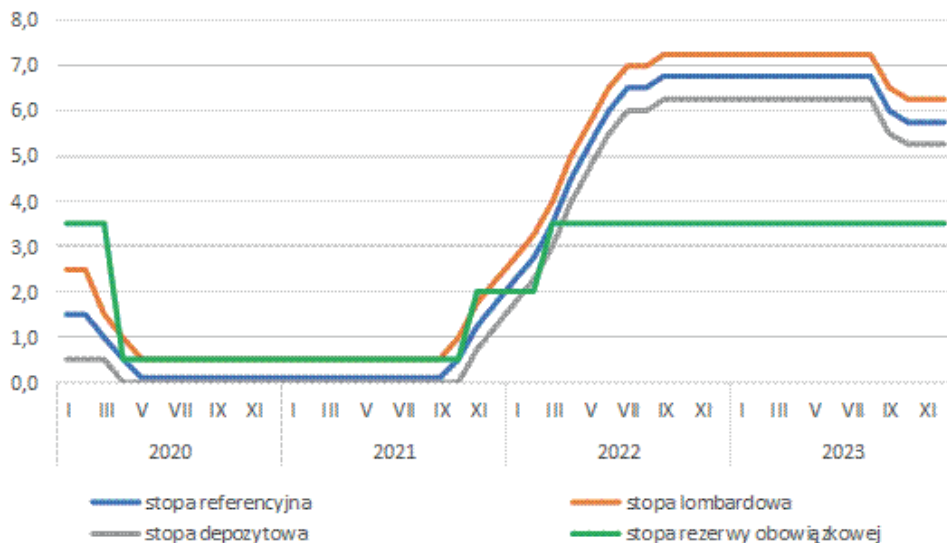
¹ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2 kwietnia 1997 r., Dz. U. Nr 78, poz. 483 ze zm.

² Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz. U. 2022, poz. 2025 ze zm.

do sierpnia 2023 r. (rys. 3). Wówczas stopa referencyjna wyniosła 6,75%, stopa lombardowa – 7,25%, stopa redyskontowa – 6,8%, stopa depozytowa – 6,25%, a stopa dyskonta weksli – 6,85%. Stopa rezerwy obowiązkowej od środków złotych i środków w walutach obcych została podniesiona do poziomu 3,5%. We wrześniu i październiku 2023 r. NBP dokonał obniżek stóp procentowych.

Rysunek 3

Stopy procentowe NBP w latach 2020–2023



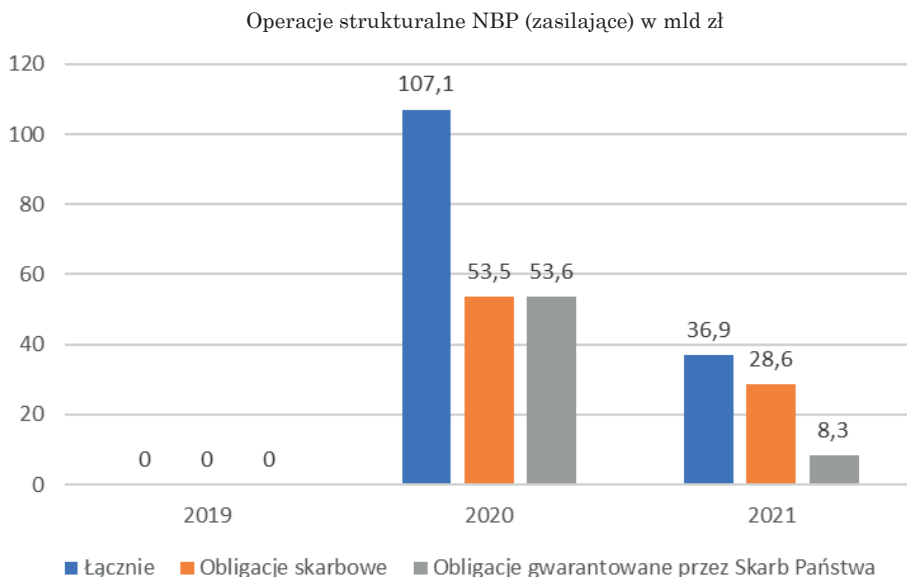
Źródło: NBP (2025b).

Obniżanie przez bank centralny stóp procentowych na początku kryzysu gospodarczego jest standardowym działaniem. W czasie pandemii tak postąpił NBP. Takie same działania realizowały Europejski Bank Centralny oraz System Rezerwy Federalnej (Clarida i in., 2021; Jinjarak i in., 2021). W stosunku do prowadzonej przez NBP polityki stóp procentowych można mieć jednak dwa zastrzeżenia. Po pierwsze, utrzymywanie przed pandemią zbyt niskich stóp w stosunku do inflacji. Sprawilo to, że bank miał małe pole manewru w czasie kryzysu. Po drugie, obniżenie stóp procentowych prawie do zera pomimo występujących wówczas kłopotów z inflacją. Wydaje się, że taka decyzja była podyktowana z jednej strony chęcią umożliwienia rządowi finansowania dynamicznie rosnącego deficytu po jak najniższym koszcie, z drugiej zaś – nastąpiło złagodzenie obciążeń odsetkowych podmiotów spłacających kredyty. W okresie lockdownu raczej nikt nie spodziewał się, że niższe stopy zwiększą popyt konsumpcyjny i inwestycyjny.

Najważniejszym instrumentem współczesnej polityki monetarnej są operacje otwartego rynku. W latach 2020–2021 NBP stosował operacje pod-

stawowe, dostrajające oraz strukturalne. Operacje podstawowe i dostrajające służyły do realizacji celu operacyjnego NBP, czyli utrzymania stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej. Były to operacje krótkoterminowe. Miały one przede wszystkim charakter absorbujący płynność z sektora bankowego. 16 marca 2020 r. jednorazowo została przeprowadzona także czterodniowa operacja typu repo na kwotę 7,3 mld zł (NBP, 2021).

Rysunek 4



Źródło: NBP (2020, 2021, 2022).

Dla polityki monetarnej NBP w czasie pandemii kluczowe były jednak strukturalne operacje otwartego rynku typu outright. Zastosowano więc luzowanie ilościowe (Hertel i in., 2021). W Polsce operacje te nie występowały w latach bezpośrednio przed pandemią, w tym w 2019 r. (rys. 4). W ramach operacji strukturalnych w 2020 r. bank centralny zakupił papiery wartościowe na kwotę 107,1 mld zł. Na tę kwotę składały się 53,5 mld zł jako zakup obligacji skarbowych oraz zakup za 53,6 mld zł obligacji mających gwarancję Skarbu Państwa, czyli emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz Polski Fundusz Rozwoju. W 2021 r. NBP w ramach operacji strukturalnych kupił obligacje za 36,9 mld zł, w tym zakup obligacji skarbowych za 28,6 mld zł oraz zakup obligacji gwarantowanych przez Skarbu Państwa za kwotę 8,3 mld zł. W listopadzie tego roku nastąpiło zakończenie skupu obligacji w ramach operacji strukturalnych. Operacje podstawowe i dostrajające były kilkudniowe. Nie miały więc trwałego i zbyt dużego wpływu na poziom środków w sektorze bankowym. Natomiast większość operacji strukturalnych miała zapadalność

kilkuletnią. Czasami było to nawet dziesięć lat. Ich wpływ na ilość pieniędzy w bankach i gospodarce był więc długookresowy. Miało to niewątpliwie swoje poważne konsekwencje w gospodarce.

Z operacjami strukturalnymi NBP wiąże się kilka wątpliwości. Po pierwsze: w jakim celu były one prowadzone? Bank centralny twierdził, że „Celem prowadzonego przez NBP skupu dłużnych papierów wartościowych była zmiana długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym” (NBP, 2021, s. 11). Jest to o tyle zaskakujące, że w sektorze bankowym przed pandemią i w okresie pandemii występowała już znaczna nadpłynność. NBP w pełni zdawał sobie z tego sprawę. Strukturalne operacje zakupu papierów, chociaż zmieniały strukturę płynności, to głównie tę nadpłynność jeszcze zwiększały. Prowadzono więc politykę polegającą na tym, że operacje podstawowe i dostarczające służyły do absorpcji płynności, a strukturalne – do jej powiększania. Jednak zasadniczy cel operacji strukturalnych był raczej oczywisty. W ten sposób NBP dostarczał pieniądze budżetowi państwa oraz instytucjom, które finansowały zadania wynikające z rządowej polityki lockdownu.

Po drugie: jakie rodzaje papierów wartościowych były kupowane? NBP skupował na rynku wtórnym obligacje skarbowe oraz gwarantowane przez Skarb Państwa. Nie przesądzając ostatecznie, wydaje się, że polski bank centralny w tym działaniu mieścił się w granicach prawa, tj. art. 220 ust. 2 Konstytucji RP, art. 48 ustawy o NBP oraz art. 123 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej³ (Traktat, 2012). Natomiast wyszedł poza nieformalną, ale dotychczas przestrzeganą zasadę, że Narodowy Bank Polski nie kupuje papierów związanych w różny sposób ze Skarbem Państwa. Nie finansuje bezpośrednio ani pośrednio wydatków budżetu państwa oraz instytucji powiązanych z rządem. Jednak w czasie pandemii NBP wydatki tych instytucji finansował. Trzecia wątpliwość związana z działaniami NBP dotyczy niezależności Rady Polityki Pieniężnej. Radykalne obniżki stóp procentowych oraz powiązanie skupu papierów z potrzebami finansów publicznych wskazuje, że ta niezależność była wówczas ograniczona. Oczywiście formalnie ona w pełni występowała. W Polsce systemowym problemem jest jednak sposób wyboru członków Rady. Jest on bardzo upolityczniony. Sprawia to, że członkowie RPP sprzyjają działaniom rządu, który jest im politycznie bliski.

Bank centralny w czasie pandemii przeprowadzał również operacje na rynku walutowym, m.in. kupował od Ministerstwa Finansów waluty obce oraz w 2021 r. wprowadził możliwość zastosowania swapu walutowego. W 2020 r. NBP skupił waluty obce łącznie na kwotę 62 mld zł, sprzedał zaś waluty obce łącznie w kwocie 34,8 mld zł. Takie działania przyczyniły się do wzrostu nadpłynności sektora bankowego. W następnym roku bank centralny operacjami na rynku walutowym również przyczynił się do wzrostu nadpłynności. „W 2021 r. transakcje skupu walut obcych przez NBP znacznie przekroczyły wartość sprzedaży walut obcych przez bank centralny. W rezultacie płynność sektora bankowego w ciągu roku wzrosła średnio o 59 228 mln zł w ujęciu

³ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Dz. Urz. UE C 326, 2012, s. 96–105.

grudzień 2021 r. do grudnia 2020 r.” (NBP, 2022, s. 12). Natomiast swapy walutowe w tym roku nie były wykorzystywane.

Narodowy Bank Polski w swojej polityce stosował także instrumenty informacyjno-perswazyjne. Mimo że są to tzw. miękkie instrumenty, odgrywają one istotną rolę w skuteczności działań banku centralnego (Turek, 2023). Pewnym problemem w czasie pandemii była polityka komunikacyjna banku. Dotyczyło to szczególnie okresu rosnącej inflacji. Występował rozdźwięk pomiędzy prognozami inflacyjnymi NBP a dynamiką cen w rzeczywistości. Problematyczne było ciągle twierdzenie banku, że inflacja ma charakter przejściowy. Taka polityka komunikacyjna wynikała prawdopodobnie z błędnych prognoz makroekonomicznych opartych na modelach, które nie uwzględniały w dostatecznym stopniu wpływu pandemii na inflację.

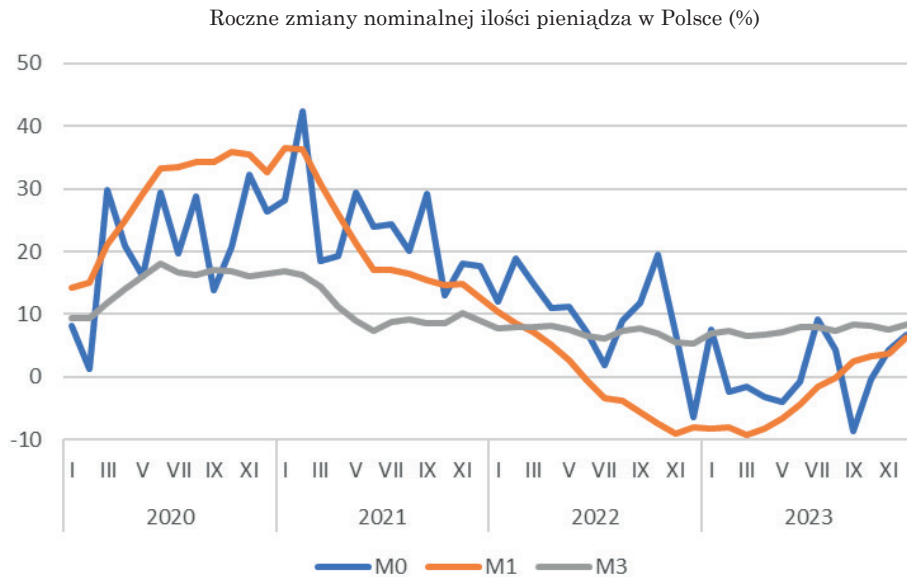
IV. SKUTKI POLITYKI MONETARNEJ W POLSCE

Zmiana przez NBP polityki łagodnej na politykę ultraekspansywną w czasie pandemii COVID-19 znacząco wpłynęła na gospodarkę. Obniżenie prawie do zera stopy referencyjnej, zakup obligacji w dużej skali oraz inne działania banku doprowadziły w pierwszej kolejności do zmian podaży pieniądza. Najbardziej dynamicznie w ujęciu rocznym wzrastała ona w latach 2020–2021 (rys. 5). Roczne zmiany bazy monetarnej M0 w tym okresie wynosiły najczęściej 20–30%. Dla porównania: w 2019 r. były to zmiany kilkuprocentowe. W 2020 r. z największą siłą wzrastał agregat monetarny M1. Dodatkowo było to spowodowane lockdownem oraz dużą niepewnością na początku pandemii. W tym roku także znacząco, w ujęciu rocznym, powiększał się agregat M3. W całym 2020 r. pieniądź M0 wzrósł o 80 mld zł (26%), pieniądź M1 o 377 mld zł (33%), a pieniądź M3 o 257 mld zł (16%). Natomiast w 2021 r. pieniądź M0 wzrósł o 68 mld zł (18%), agregat M1 o 193 mld zł (13%), zaś M3 o 162 mld zł (9%). Na tak duże przyrosty wpłynęło głównie zastosowanie luzowania ilościowego przez NBP. W latach następnych roczne zmiany agregatów monetarnych były już na umiarkowanym poziomie. Jedynie agregat M1 na przełomie lat 2022/2023 znacząco zmniejszał się.

Zmiany podaży pieniądza w czasie pandemii tworzyły kolejne krótko- i długookresowe skutki, które miały bardziej bezpośredni wpływ na sytuację gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Ultraekspansywna polityka pieniężna oddziaływała, chociaż z opóźnieniem, na zmiany popytu globalnego. Wpływało to na ograniczenie spadku, a następnie wzrost PKB. Najtrudniejszy w tym zakresie był 2020 r. oraz I kw. 2021 r. (rys. 6). Lockdown oraz niepewność związana z rozwojem sytuacji gospodarczej doprowadziły do spadku popytu globalnego i PKB. Jednak ten spadek, z wyjątkiem I kw. 2020 r., był symboliczny. Od II kw. 2021 r. popyt globalny i PKB już znacząco wzrastały. Wpłynął na to wzrost wszystkich popytów: konsumpcyjnego, inwestycyjnego oraz sektora publicznego. Polityka pieniężna NBP nie

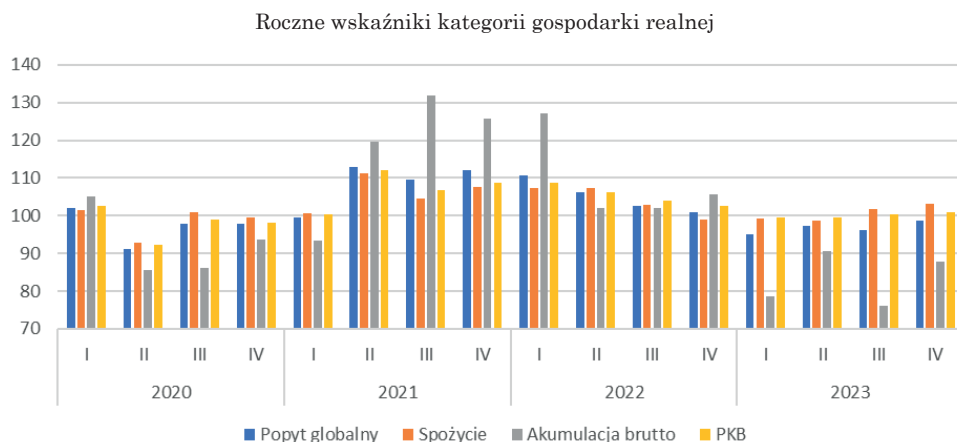
dopuściła więc do załamania gospodarczego w czasie pandemii, do którego bez wsparcia NBP doprowadziłyby restrykcje rządowe. Natomiast późniejsze zaostrzenie polityki monetarnej i wzrost inflacji skutkowały zastojem gospodarczym w 2023 r.

Rysunek 5



Źródło: obliczenia własne na podstawie NBP (2025c).

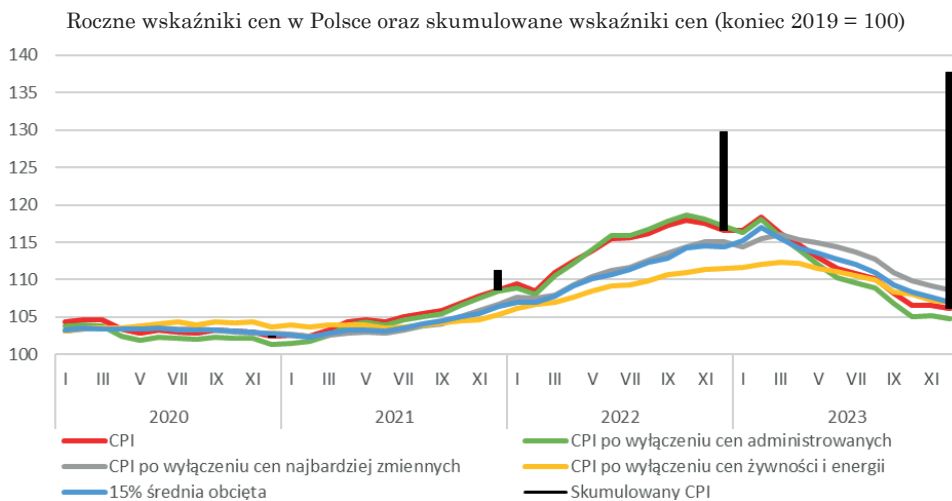
Rysunek 6



Źródło: GUS (2025a).

Niezwykłe łagodna polityka NBP wywołała skutki w polskiej gospodarce zgodne z teorią cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej. Obniżenie stóp procentowych i wzrost bazy monetarnej zachęcają podmioty do wzrostu wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych. Przedsiębiorstwa rozpoczynają wydłużanie i poszerzanie struktury produkcji (Garrison, 2000). Dobrze to pokazuje dynamiczny wzrost akumulacji od II kw. 2021 r. do I kw. 2022 r. (rys. 6). Zwiększenie wartości kredytów nieopartych rzeczywistymi oszczędnościami konsumentów zapoczątkowuje masowe błędy producentów oparte na fałszywych informacjach, będących wynikiem zbyt łagodnej polityki pieniężnej. Zmiany wielkości produkcji i cen na poszczególnych etapach nie są równomierne (Zahringer, 2012). Rozluźnienie polityki monetarnej wydłuża czasową strukturę produkcji, jednak nie wydłuża czasowej struktury konsumpcji (Garrison, 2000). Dlatego z czasem przedsiębiorcy ograniczają popyt na produkty wytwarzane na etapach odległych od konsumenta. Spadek popytu na dobra inwestycyjne zapoczątkowuje fazę spadkową cyklu. W gospodarce dochodzi do skracania i zwięzania czasowej struktury produkcji. Proces ten najsilniej przebiega na etapach początkowych. Dekoniunktura może przyjąć formę załamania, stagnacji lub stagflacji. W Polsce w 2023 r. przyjęła ona formę stagflacji z tendencją dezinflacyjną. Działania NBP wywołały więc najpierw pozytywne zmiany, ale później skutkowały spadkiem akumulacji i zastojem w gospodarce.

Rysunek 7



Źródło: NBP (2025a) oraz obliczenia własne.

Najpoważniejszy, odłożony w czasie, negatywny skutek wyjątkowo luźnej polityki NBP to wysoka inflacja. Ten sam problem wystąpił także w innych krajach (Bernanke i Blanchard, 2025; Hansen i in., 2023). W Polsce roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych najwyższe poziomy

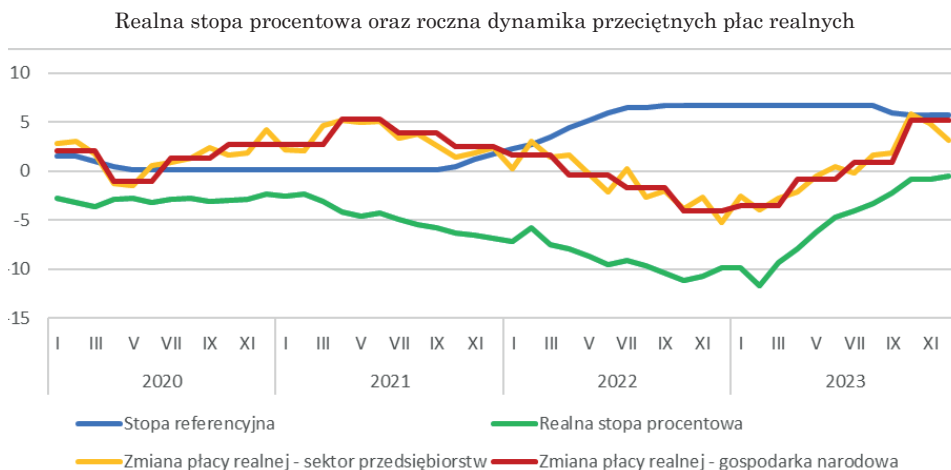
osiągał na przełomie 2022 i 2023 r. (rys. 7). W lutym 2023 r. roczna inflacja wynosiła 18,4%. Gwałtownie rosła także inflacja skumulowana. Na koniec 2021 r. w porównaniu z końcem roku 2019 wyniosła ona 11,2%, na koniec 2022 – 29,7%, a na koniec 2023 – 37,7%. W ciągu czterech lat wyniosła ona prawie 40%. W polskich warunkach są to olbrzymie wartości. Miały one bardzo niekorzystny wpływ na sytuację ekonomiczną gospodarstw domowych. Oczywiście polityka NBP nie była jedynym źródłem inflacji w tym okresie. Znaczenie miały też przyczyny kosztowe. Od lutego 2022 r. nastąpił szybki wzrost cen energii, tj. gazu, ropy naftowej i węgla, spowodowany atakiem Rosji na Ukrainę. Narodowy Bank Polski w swoich komunikatach, przybierających nawet formę olbrzymich banerów, konsekwentnie twierdził, iż jego polityka nie wywołała wysokiego wzrostu cen. Zawsze wskazywał inne przyczyny inflacji. Ze stanowiskiem NBP zgodne jest badanie (Hertel i in., 2021) dotyczące skutków strukturalnych operacji otwartego rynku w Polsce. „Wyniki symulacji modelu NECMOD wskazują, że wprowadzona niekonwencjonalna polityka pieniężna pozwoliła ograniczyć skalę spadku dynamiki PKB [...] zwiększając przy tym inflację o 0,2 pkt proc w 2020 r. oraz 0,5 pkt proc. w 2021 r.” (Hertel i in., 2021, s. 4). Ze stanowiskiem NBP i wnioskami z tego badania trudno się jednak zgodzić. Są one sprzeczne z teorią większości szkół ekonomii oraz oceną wpływu polityki NBP na inflację z wykorzystaniem inflacji bazowej.

Zgodnie z definicją inflacja bazowa przedstawia zmiany cen oczyszczone z wahań periodycznych i sezonowych oraz powstałych na skutek szoków podaźowych. Wskazuje ona tę część inflacji konsumenckiej, która zależy od polityki pieniężnej. Jej zmiany umożliwiają więc oszacowanie kierunku i skali wpływu prowadzonej polityki banku centralnego na inflację. W Polsce w czasie pandemii COVID-19, jak też obecnie NBP publikował i publikuje cztery miary inflacji bazowej (rys. 7). Każda z tych miar zaczęła szybko wzrastać już od końca 2021 r. Dynamicznie rosły one aż do I kw. 2023 r. Wówczas trzy z czterech inflacji bazowych przekroczyły 15%. Dane te przeczą tezie NBP, że nie ma on nic wspólnego z inflacją w Polsce. Najczęściej wykorzystywaną do analiz inflacją bazową jest tzw. inflacja netto, czyli Consumer Price Index (CPI), po wyłączeniu cen żywności i energii. Ona również szybko rosła i swój maksymalny poziom osiągnęła w marcu 2023 r. (12,3%). Miara ta wskazuje, że tylko w niewielkiej części wysoką inflację ogółem (16,1%) powodował bezpośrednio wzrost cen energii. Na wzrost cen dóbr i usług konsumpcyjnych wzrost cen energii oddziaływał także pośrednio, jako koszt ich produkcji. Jednak energia była tylko częścią całkowitego kosztu wytworzenia dóbr i usług. Dlatego nie może odpowiadać za całą inflację. Uwzględniając łączne znaczenie wzrostu cen energii, na podstawie inflacji bazowej można ocenić, że polityka pieniężna NBP odpowiadała w znacznym stopniu za inflację konsumencką.

Polityka NBP umożliwiła w czasie pandemii utrzymanie niskiego bezrobocia oraz uniknięcie bankructw i krytycznie trudnej sytuacji wielu przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (Ancyparowicz, 2022; Glapiński, 2024). Wynikało to z bezpośredniego wsparcia finansów publicznych. Taka polityka

skutkowała jednak wysoką inflacją, która zawsze tworzy duże koszty gospodarcze i społeczne (m.in. spadek siły nabywczej dochodów ludności, obniżenie efektywności alokacji mechanizmu cenowego, zakłócenie systemu cen względnych oraz wzrost niepewności inwestycji; Ciżkowicz i Rzońca, 2009; Hazlitt, 2007). Ważnym i wysokim kosztem wynikającym z inflacji jest przyszły koszt dezinflacji.

Rysunek 8



Źródło: GUS (2025d), NBP (2025b) oraz obliczenia własne.

Wysoka inflacja w Polsce wpłynęła niekorzystnie m.in. na realną stopę procentową oraz dynamikę przeciętnych realnych wynagrodzeń (rys. 8). Realna stopa była ujemna przez cały okres. Najniższą wartość osiągnęła w lutym 2023 r. (-11,65%). Taki poziom realnej stopy oznaczał realny spadek wartości oszczędności, a więc głównych aktywów przeważającej części społeczeństwa. Straty oszczędzających zwiększał jeszcze tzw. podatek Belki. Powstaje zatem kluczowe pytanie: jak przy spadających dobrowolnych realnych oszczędnościach gospodarka Polski ma trwale rozwijać się w długim okresie? Takie oszczędności są niezbędnym źródłem rozwoju (Garrison, 2000). Trochę lepiej wyglądały zmiany przeciętnych płac realnych w gospodarce narodowej i sektorze przedsiębiorstw. Dodatkowo zmiany były jednak na niskim poziomie, a występujący okresowo spadek tych płac sięgał 5%.

Do innych negatywnych skutków ultraluznej polityki monetarnej należy zaliczyć: spadek produktywności czynników wytwórczych, wzrost zadłużenia przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, podejmowanie przez podmioty gospodarcze nadmiernego ryzyka oraz tzw. zombifikację przedsiębiorstw (Nehrebeci, 2023; Sieroń, 2022).

V. EFEKT CANTILLONA POLITYKI NBP

Dla skutków polityki pieniężnej, oprócz poziomu ekspansji monetarnej, istotne jest także miejsce pojawienia się w systemie gospodarczym nowego pieniądza, a co za tym idzie, jego sekwencyjne rozchodzenie się do poszczególnych sektorów oraz grup społecznych. Ważne jest, kto pierwszy uzyskał dodatkowy pieniądz (Hayek, 1967). Ma to bezpośredni wpływ na uzyskiwane korzyści lub ponoszone koszty przez podmioty oraz całe grupy. Zróznicowane oddziaływanie nowego pieniądza, określone przez miejsce pojawienia się jego w gospodarce, nazywane jest efektem Cantillona (Blaug, 2000). Wskazanie, że nowy pieniądz pojawia się w gospodarce w określonych miejscach i dopiero rozchodzi się do poszczególnych jej części, pozwala lepiej zrozumieć skutki polityki banku centralnego. Zgodnie z efektem Cantillona za pomocą nowego pieniądza dokonywana jest dystrybucja realnego bogactwa w społeczeństwie (Sieroń, 2015).

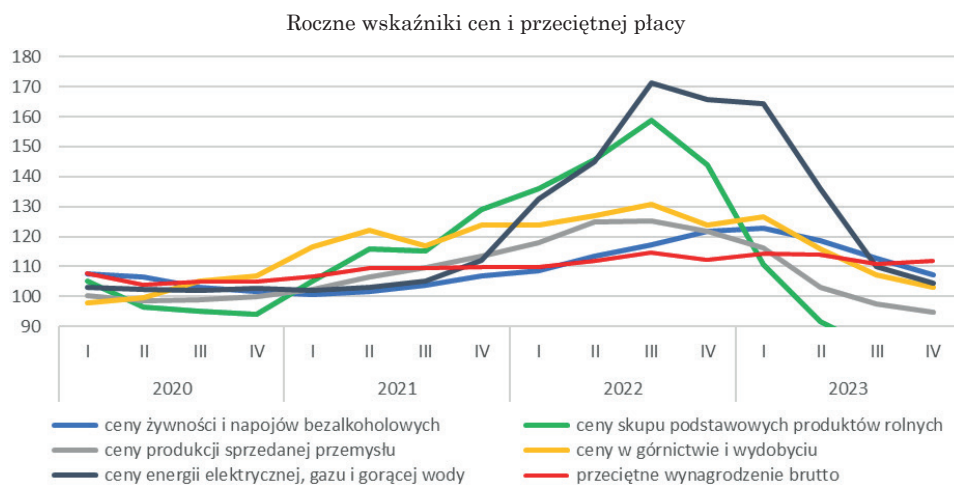
Zmiana polityki monetarnej na ekstra luźną w marcu 2020 r. również wywołała efekt Cantillona. W Polsce przy takiej zmianie polityki jedne grupy społeczne poprawiły swoją realną sytuację, inne zaś na niej straciły. Nowy pieniądz wszedł do gospodarki głównie poprzez: 1) wzrost kredytów zaciąganych przez podmioty gospodarcze, co było skutkiem obniżenia prawie do zera stopy referencyjnej; oraz 2) wzrost wydatków budżetu państwa i jednostek państwowych zaangażowanych w ograniczanie skutków pandemii COVID-19, co było wynikiem zakupu przez NBP obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa.

Pierwszym omawianym tutaj efektem Cantillona był duży wzrost popytu na mieszkania oraz inne aktywa, m.in. akcje, ziemię, dzieła sztuki czy kryptowaluty. Wzrost popytu na zasoby realne wynikał z pojawienia się nowego pieniądza w gospodarce, przesunięć pieniędzy z nisko oprocentowanych depozytów na zakup tych aktywów, ale również z rządowych programów mieszkaniowych. Takie procesy skutkowały silnym wzrostem ich cen. Łagodna polityka NBP przyniosła więc korzyści osobom, które mając nowe pieniądze, kupiły mieszkania i inne aktywa przed znacznym wzrostem ich cen. Tutaj nowe pieniądze pochodziły z kredytów oraz antycovidowych programów rządowych, gdzie pieniądze trafiały do jednostek, które często tej pomocy nie potrzebowały. Polityka NBP przyniosła korzyści również wszystkim właścicielom takich aktywów. Ich wartości wzrastały bez żadnego rzeczywistego ich ulepszenia. Bogactwo przepływało od ludzi biednych do bogatych. Płynęło od ludzi młodych do starszych. Dane GUS (2025c) wskazują, że w ciągu czterech lat od pandemii ceny mieszkań w Polsce tylko wzrastały. W niektórych okresach ten wzrost był szczególnie mocny. Tak było w latach 2021–2022, kiedy oddziaływanie polityki NBP było najsilniejsze. Jeszcze mocniej wpływała ona na ceny akcji na giełdzie. W Warszawie WIG20 od marca 2020 r. do końca 2021 r. wzrósł o prawie 50% (GPW, 2025).

Efekt Cantillona wskazuje, iż wzrost ilości pieniądza nie tylko wywołuje inflację, ale również zmienia strukturę cen w gospodarce. Wynika to ze zmiany struktury popytu i produkcji wywołanej ekspansją monetarną. Jest to kluczowy element współczesnej teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej (Marszałek, 2011). Teoria ta wskazuje, że łagodna polityka banku centralnego wpływa na dynamikę cen, a co się z tym wiąże, również na dynamikę zysków, w różnym stopniu. Ceny najszybciej rosną w sektorach na początku struktury produkcji, najwolniej zaś na jej końcowych etapach.

Ekspansywna polityka NBP oddziaływała na strukturę cen w polskiej gospodarce. Pojawienie się nowego pieniądza przyniosło największe korzyści tym, którzy sprzedawali towary z największą dynamiką cen. Nowy pieniądz wszedł do polskiej gospodarki poprzez kredyty i wydatki podmiotów państwowych. Wpływał więc na dynamikę cen i przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto (rys. 9). W latach 2020–2021 dynamika płac kształtowała się pomiędzy dynamiką cen w różnych sektorach. Natomiast w 2022 r. dynamika wynagrodzeń była już najniższa. Ekspansja monetarna sprawiła, że w ostatecznym rozrachunku ci, którzy najbardziej podnieśli ceny towarów, powiększyli swój dobrobyt kosztem osób znajdujących się na końcowych etapach tego procesu, czyli głównie konsumentów (Sieroń, 2015).

Rysunek 9



Źródło: GUS (2024, 2025b).

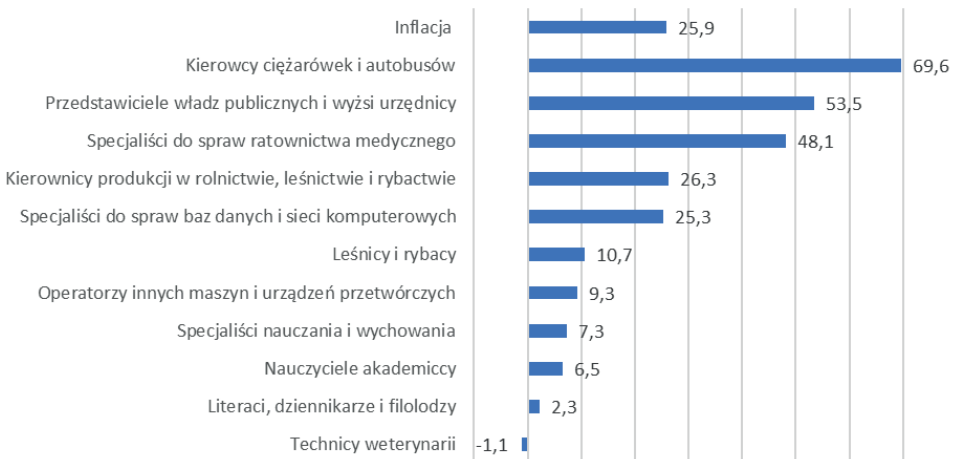
Tak samo jak wzrost cen również wzrost płac w poszczególnych sektorach polskiej gospodarki był nierównomierny. Efekt Cantillona dotyczy także tego aspektu. Korzyść odnoszą osoby z dynamiką wynagrodzeń wyższą od inflacji, a tracą ci, których płace rosną niewiele lub wręcz spadają. Wzrost płac zależy od wielu czynników. Zmieniają się one zależnie od uwarunkowań rynkowych oraz decyzji administracyjnych władz. W każdym z tych rozwiązań istotną

przyczyną wzrostu wynagrodzeń jest ilość środków pieniężnych tworzących popyt na rynku oraz będących do dyspozycji władz. Za wzrost ilości pieniądza odpowiada najczęściej polityka banku centralnego. Zgodnie z efektem Cantillona pieniądź nie trafia jednak do wszystkich podmiotów jednocześnie i w tym samym tempie.

Jednym ze skutków, do którego mocno przyczyniła się polityka NBP w czasie pandemii, było duże zróżnicowanie dynamiki płac w Polsce. Zgodnie z danymi GUS (2021, 2023) w ciągu dwóch lat – czyli od października 2020 do października 2022 r. – płace nominalne w zdecydowanej większości zawodów rosły poniżej inflacji. Wynosiła ona w tym czasie 25,9%. Osoby wykonujące te zawody ponosiły koszty, czyli działo się tak jak mówi efekt Cantillona. Przykładem są technicy weterynarii (spadek płac o 1,1%) oraz nauczyciele akademicy (wzrost płac o 6,5%; rys. 10). Wzrost płac w części zawodów był zbliżony do inflacji. Natomiast beneficjentami znacznego przyrostu ilości pieniądza były nieliczne grupy społeczne wykonujące określone profesje. Przykładowo, wynagrodzenia kierowców ciężarówek i autobusów wzrosły o 69,6%, przedstawicieli władz publicznych i wyższych urzędników – o 53,5%. W tym okresie także znacznie wzrosły płace specjalistów do spraw zdrowia (34,7%), w tym specjalistów do spraw ratownictwa medycznego (48,1%).

Rysunek 10

Dynamika wynagrodzeń w okresie październik 2020 – październik 2022 (%)



Źródło: obliczenia własne na podstawie GUS (2021, 2023).

Efekt Cantillona polityki monetarnej jest zawsze wieloaspektowy i rozbudowany. W praktyce niemożliwe jest określenie pełnej jego skali i oddziaływania na poszczególne jednostki. Generalnie ekspansja monetarna sprawia, iż następuje dystrybucja dochodu do osób, do których pieniądź dociera relatywnie na początku, od osób, które są na końcu tego procesu (por. Raczyński, 2022).

Efekt Cantillona mówi, że zawsze są wygrani i poszkodowani określonej polityki monetarnej. Międzynarodowe badania Easterlygo i Fischera (2001) potwierdzają, iż ostatecznie koszt ekspansywnej polityki banku centralnego ponoszą najubożsi.

VI. ZAKOŃCZENIE

Odpowiedzią na pandemię COVID-19 było wprowadzenie przez polski rząd lockdownu. Uwarunkowania te kształtowały politykę Narodowego Banku Polskiego w tamtym okresie. Bank centralny wykorzystał wiele konwencjonalnych oraz niestandardowych instrumentów w celu przeciwdziałania negatywnym skutkom kryzysu pandemicznego. Główne działania polegały na obniżaniu stóp procentowych oraz skupie papierów wartościowych w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Stopa referencyjna w maju 2020 r. osiągnęła poziom 0,1%. Obniżka stóp była jednak ograniczona ze względu na utrzymywanie ich na niskim poziomie przed pandemią. Już wówczas doprowadziło to do ujemnej realnej stopy procentowej oraz inflacji znacznie wyższej niż cel inflacyjny NBP. Zmniejszyło to rolę tego instrumentu w czasie pandemii. Wzrosła zaś rola strukturalnych operacji otwartego rynku. Bank centralny, kupując obligacje skarbowe oraz gwarantowane przez Skarb Państwa, znacząco wsparł politykę fiskalną ówczesnego rządu przez monetyzację długu publicznego.

Zmiana przez NBP polityki ekspansywnej na wysoce ekspansywną w czasie pandemii miała swoje poważne konsekwencje. W latach 2020–2021 znacząco wzrosła podaż pieniądza. Na początku przyczyniło się to do pozytywnych zmian w realnej sferze gospodarki. W okresie 2021–2022 wzrósł popyt globalny i produkcja, a stopa bezrobocia została na niskim poziomie. Taka zmiana polityki tworzyła jednocześnie wiele negatywnych skutków. Najważniejszy to pojawienie się wysokiej inflacji ze wszystkim jej kosztami gospodarczymi i społecznymi. Wzrosła nie tylko inflacja mierzona CPI, ale również inflacja bazowa. Oznacza to, że działania NBP istotnie przyczyniły się do silnego wzrostu cen w Polsce. Dla gospodarstw domowych szczególnie kosztowna była ujemna realna stopa procentowa oraz spadek realnego wynagrodzenia w latach 2022–2023. Rosnąca inflacja spowodowała zaostrzenie pod koniec 2021 r. polityki NBP. Wpłynęło to na pojawienie się stagnacji gospodarczej od 2023 r.

Konsekwencją niezwykle łagodnej polityki NBP w czasie pandemii był również efekt Cantillona. Oprócz wzrostu ilości pieniądza, ważne jest, kto pierwszy uzyskał dodatkowy pieniądz. Dlatego jedne grupy na takiej polityce korzystają, inne zaś tracą. W Polsce do wygranych należą osoby, które jako pierwsze kupiły realne aktywa, a głównie mieszkania, podmioty sprzedające towary z największą dynamiką cen oraz zawody, w których płace wzrosły powyżej inflacji. Natomiast przegranymi były przede wszystkim osoby, do których nowy pieniądz dotarł na końcu, czyli głównie konsumenci.

Analiza działań NBP w czasie pandemii pozwala sformułować trzy główne wnioski. Po pierwsze, polityka monetarna powinna być tak prowadzona, aby mieć przestrzeń do obniżek stóp procentowych, gdy pojawi się kryzys. Oznacza to, że w stabilnych warunkach nominalne stopy procentowe banku centralnego powinny kształtować się powyżej stopy inflacji. Po drugie, ekspansja monetarna powinna zdecydowanie bardziej uwzględniać przyszły skutek inflacyjny. Po trzecie, polityka pieniężna, oprócz ogólnej inflacji, powinna również brać pod uwagę efekt Cantillona. Nie powinna przyczyniać się do wzrostu nierówności ekonomicznych w społeczeństwie. Ograniczenie dwóch ostatnich skutków wymaga, aby w czasie kryzysu bank centralny obniżał swoje nominalne stopy procentowe w umiarkowanym stopniu oraz zwiększał wartość pieniądza rezerwowego w niewielkim zakresie. Konkretnie zmiany tych kategorii zależą od wielu czynników, w tym głębokości i długości kryzysu.

Author contributions / Indywidualny wkład autora (CRedit): **Andrzej Jędruch-niewicz** – 100% (Conceptualization / Konceptualizacja; Data curation / Zarządzanie danymi; Formal analysis / Formalna analiza; Investigation / Przeprowadzenie badań; Methodology / Metodologia; Resources / Zasoby; Visualization / Wizualizacja; Writing – original draft / Pisanie – pierwszy szkic; Writing – review & editing / Pisanie – recenzja i edycja).

Conflict of interest / Konflikt interesów: The author declares no conflict of interest. / Autor nie zgłosił konfliktu interesów.

Funding / Finansowanie: The author declares no institutional funding. / Autor oświadczył, że nie korzystał z finansowania instytucjonalnego.

The use of AI tools / Wykorzystanie narzędzi AI: The author declares no use of AI tools. / Autor oświadczył, że nie korzystał z narzędzi AI.

Data availability / Dostępność danych: The data is available on request. / Dane dostępne na życzenie.

References / Bibliografia

- Ancyparowicz, G. (2020). Zarządzanie sytuacją kryzysową: polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego podczas pandemii wywołanej wirusem SARS-COV-2. *Zeszyty Naukowe Wydziału Zarządzania GWSH*, 13, 9–35.
- Ancyparowicz, G. (2022). Wkład NBP do zarządzania polską gospodarką podczas pandemii COVID-19. *Zeszyty Naukowe Wydziału Zarządzania GWSH*, 17, 40–48.
- Bernanke, B. (2022). 21st century monetary policy: The Federal Reserve from the great inflation to COVID-19. WW Norton & Company. <https://doi.org/10.35297/qjae.010137>
- Bernanke, B., i Blanchard, O. (2025). What caused the US pandemic-era inflation? *American Economic Journal: Macroeconomics*, 17(3), 1–35. <https://doi.org/10.1257/mac.20230195>
- Blaug, M. (2000). *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*. Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Bonaccorsi, G., Pierri, F., Cinelli, M., Flori, A., Galeazzi, A., Porcelli, F., i Pammolli, F. (2020). Economic and social consequences of human mobility restrictions under COVID-19. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 117(27), 15530–15535. <https://doi.org/10.1073/pnas.2007658117>
- Ciżkowicz, P., i Rzońca, A. (2009). *Ile kosztuje nas inflacja?* Forum Obywatelskiego Rozwoju.
- Clarida, R., Duygan-Bump, B., i Scotti, C. (2021). The COVID-19 crisis and the Federal Reserve's policy response. Federal Reserve Board. <https://doi.org/10.17016/feds.2021.035>

- Cortes, G. S., Gao, G. P., Silva, F. B., i Song, Z. (2022). Unconventional monetary policy and disaster risk: Evidence from the subprime and COVID–19 crises. *Journal of International Money and Finance*, 122, artykuł 102543. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102543>
- Czech, K., Karpio, A., Wielechowski, M., Woźniakowski, T., i Żebrowska-Suchodolska, D. (2020). *Polska gospodarka w początkowym okresie pandemii COVID-19*. Wydawnictwo SGGW.
- Easterly, W., i Fischer, S. (2001). Inflation and the poor. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33(2), 160–178. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2335>
- Echarte Fernández, M. A., Náñez Alonso, S. L., Jorge-Vázquez, J., i Reier Forradellas, R. F. (2021). Central banks' monetary policy in the face of the COVID-19 economic crisis: Monetary stimulus and the emergence of CBDCs. *Sustainability*, 13(8), artykuł 4242. <https://doi.org/10.3390/su13084242>
- Garrison, R. W. (2000). *Time and money: The macroeconomics of capital structure*. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9780203208083>
- Giełda Papierów Wartościowych. (2025). Archiwum notowań. https://www.gpw.pl/archiwum-notowan?show_x=Poka%BC+wyniki&type=1&instrument=WIG20&date=
- Glapiński, A. (2024). *Narodowy Bank Polski w czasie megaszoków ekonomicznych po pandemii i w kryzysie energetycznym – historia sukcesu*. Narodowy Bank Polski.
- Główny Urząd Statystyczny. (2021). *Struktura wynagrodzeń według zawodów w październiku 2020 roku*. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rynek-pracy/pracujacy-zatrudnieni-wynagrodzenia-koszty-pracy/struktura-wynagrodzen-wedlug-zawodow-w-pazdzierniku-2020-roku,5,7.html>
- Główny Urząd Statystyczny. (2023). *Struktura wynagrodzeń według zawodów za październik 2022 roku*. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rynek-pracy/pracujacy-zatrudnieni-wynagrodzenia-koszty-pracy/struktura-wynagrodzen-wedlug-zawodow-za-pazdziernik-2022-r-,5,8.html>
- Główny Urząd Statystyczny. (2024). *Ceny produktów rolnych w grudniu 2023 r.* <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/ceny/ceny-produktow-rolnych-w-grudniu-2023-roku,4,140.html>
- Główny Urząd Statystyczny. (2025a). *Kwartalne wskaźniki makroekonomiczne*. <https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne/>
- Główny Urząd Statystyczny. (2025b). *Roczne wskaźniki makroekonomiczne*. <https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne/>
- Główny Urząd Statystyczny. (2025c). *Wskaźniki cen lokali mieszkalnych w 3 kwartale 2024 r.* <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-lokali-mieszkalnych-w-3-kwartale-2024-r-,12,25.html>
- Główny Urząd Statystyczny. (2025d). *Wybrane miesięczne wskaźniki makroekonomiczne*. <https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne/>
- Grabia, T. (2022). Reakcje Narodowego Banku Polskiego na zmiany stóp inflacji i wzrostu gospodarczego w czasie pandemii COVID–19. *Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica*, 3(360), 18–37. <https://doi.org/10.18778/0208-6018.360.02>
- Hansen, M. N. J. H., Hansen, N. J., Toscani, F., Toscani, M. F. G., i Zhou, J. (2023). *Euro area inflation after the pandemic and energy shock: Import prices, profits and wages*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400245473.001>
- Hayek, F. A. von (1967). *Prices and production*. Routledge & Sons.
- Hazlitt, H. (2007). *Inflacja wróg publiczny nr 1*. Fjorr Publishing.
- Hertel, K., Humanicki, M., Kitala, M., Kleszcz, T., Kuźniemska-Pawlak, K., Mućk, J., Rybaczky, B., i Stefański, M. (2021). *Wpływ programu Strukturalnych Operacji Otwartego Rynku prowadzonego przez NBP na polską gospodarkę*. Narodowy Bank Polski.
- Huerta de Soto, J. (2013). *Socialism, economic calculation and entrepreneurship*. Edward Elgar.
- Huerta de Soto, J. (2021). *The economic effects of pandemics: An Austrian analysis*. Mises Institute. <https://mises.org/wire/economic-effects-pandemics-austrian-analysis>
- Janecki, J. (2021). NBP powinien wreszcie zacząć walczyć z inflacją. Towarzystwo Ekonomistów Polskich. <https://tep.org.pl/nbp-powinien-wreszcie-zaczac-walczyc-z-inflacja-16-2021/>
- Jinjarak, Y., Ahmed, R., Nair-Desai, S., Xin, W., i Aizenman, J. (2021). Pandemic shocks and fiscal-monetary policies in the Eurozone: COVID-19 dominance during January–June 2020. *Oxford Economic Papers*, 73(4), 1557–1580. <https://doi.org/10.3386/w27451>

- Lon, E. (2020). Polityka pieniężna banków centralnych w dobie koronawirusa. *Pieniądze i Więź*, 1(86), 69–76.
- Majchrzycka-Guzowska, A. (2021). Wybrane problemy polityki fiskalnej w okresie pandemii. W: Iglicka-Okólska i M. Dobrzyński (red.), *Administracyjno-finansowe konteksty zarządzania* (s. 7–38). Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego.
- Marszałek, P. (2011). Pieniądz w teoriach szkoły austriackiej. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 73(4), 131–145. <http://hdl.handle.net/10593/2928>
- Michalski, R. (2022). Polska polityka pieniężna w latach 2018–2019 – przed wielką zmianą. *Społeczeństwo i Polityka*, 1(70), 19–38.
- Narodowy Bank Polski. (2020). Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019.
- Narodowy Bank Polski. (2021). Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2020.
- Narodowy Bank Polski. (2022). Raport Roczny 2021. Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP.
- Narodowy Bank Polski. (2025a). Inflacja bazowa. <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/inflacja-bazowa/>
- Narodowy Bank Polski. (2025b). Instrumenty banku centralnego. <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/instrumenty-banku-centralnego/>
- Narodowy Bank Polski. (2025c). Podaż pieniądza M3 i czynniki jego kreacji. <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/podaz-pieniadza-m3-i-czynniki-jego-kreacji/>
- Narodowy Bank Polski. (2025d). Statystyka bilansu płatniczego. <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-bilansu-platniczego/>
- Nehrebecki, M. (2023). Zombification in Poland in particular during COVID-19 pandemic and low interest rates. *Bank i Kredyt*, 54(2), 153–190. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0054.5702>
- Niedźwiedzińska, J. (2024). Strategia celu inflacyjnego a problem wysokiej inflacji – czy uwarunkowania instytucjonalne mają znaczenie? *Bank i Kredyt*, 55(4), 425–458. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0054.8579>
- Raczyński, M. (2022). Monetary policy and economic inequality: A literature review. *Bank i Kredyt*, 53(2), 231–278.
- Romer, C. D. (2021). The fiscal policy response to the pandemic. *Brookings Papers on Economic Activity, Spring*, 89–110. 10.1353/eca.2021.0009
- Shi, Y., Wang, G. Cai, X. P., Deng, J. W., Zheng, L., Zhu, H. H., i Chen, Z., (2020). An overview of COVID-19. *Journal of Zhejiang University. Science. B*, 21(5), 343–360. <https://doi.org/10.1631/jzus.B2000083>
- Sieroń, A. (2015). Efekt Cantillonona. *Optimum. Economic Studies*, 2(74), 68–87.
- Sieroń, A. (2022). *Niekonwencjonalna polityka monetarna musi odejść*. Forum Obywatelskiego Rozwoju.
- Sławiński, A. (2023). *Bankowość centralna. Ewolucja i przyszłość*. CeDeWu.
- Turek, P. (2023). Bezrobocie, inflacja i wzrost gospodarczy w świetle polityki informacyjnej Narodowego Banku Polskiego. *Bank i Kredyt*, 54(5), 499–518. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0054.5719>
- Wojtyła, A. (2022). NBP – nadal brak światła w tunelu. *Rzeczpospolita*. <https://www.rp.pl/opinie-ekonomiczne/art19316951-andrzej-wojtyla-nbp-nadal-brak-swiatla-w-tunelu>
- Zahringer, K. A. (2012). Monetary disequilibrium theory and business cycles: An Austrian critique. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 15(3), 304–330.

