

IZABELA BLUDNIK*

Endogeniczna podaż pieniądza w warunkach finansjalizacji – perspektywa ekonomii heterodoksyjnej

Wstęp

Endogeniczność podaży pieniądza oraz finansjalizacja są immanentnymi cechami współczesnych rozwiniętych gospodarek rynkowych. Interpretacja ich znaczenia w wymiarze makroekonomicznym oraz identyfikacja zachodzącej między nimi relacji różnią się jednak w zależności od tego, czy przyjmuje się perspektywę głównego nurtu ekonomii, czy ekonomii heterodoksyjnej. Zgodnie z podejściem zdominowanego przez wpływy neoklasyczne „mainstreamu” ciąg przyczynowo-skutkowy przebiega od finansjalizacji do endogeniczności podaży pieniądza. Twierdzi się tu, że dynamiczny rozwój sfery finansów wymusił zmianę stanowiska banków centralnych, które w obliczu utraty kontroli nad agregatami pieniężnymi przyznały, że ilość pieniądza w obiegu jest obecnie kreowana na zasadach endogenicznych. Endogeniczność pieniądza należy przy tym traktować w kategoriach przejściowej i odwracalnej reakcji na zmianę warunków otoczenia. Nic zatem nie stoi na przeszkodzie, by wraz z kolejnymi przeobrażeniami rzeczywistości powrócić do koncepcji egzogenicznej kreacji podaży pieniądza. Co więcej, w tym ujęciu finansjalizacja nie jest zjawiskiem negatywnym, lecz przejawem naturalnego procesu ewolucji gospodarek wolnorynkowych.

Zupełnie inaczej kwestie te postrzegają zwolennicy ekonomii heterodoksyjnej. Według nich, z uwagi na kredytowy charakter pieniądza, endogeniczność jest trwałym i niezmiennym jego wyróżnikiem. I to właśnie możliwość nieograniczonej kreacji pieniądza *ex nihilo*, w obliczu postępującej od lat 70. XX w. liberalizacji rynków finansowych, stworzyła warunki do pojawienia się i narastania finansjalizacji. A zatem ciąg przyczynowo-skutkowy jest tu odwrotny niż w wersji prezentowanej przez główny nurt. Ponadto finansjalizacja jest postrzegana jako zjawisko z jednej strony ze wszech miar niepożądane i niebezpieczne, mogące

* Dr hab. Izabela Bludnik – prof. Uniwersytetu Szczecińskiego, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług; e-mail: izabela.bludnik@wzieu.pl

prowadzić do kryzysów na skalę światową, a z drugiej – jako przejściowa aberracja systemu gospodarczego, która ujawnia się obecnie w postaci kapitalizmu hiperfinansowego.

Celem artykułu jest przybliżenie heterodoksyjnej interpretacji endogeniczności podaży pieniądza i finansjalizacji oraz zachodzącej między nimi relacji przyczynowej przez pryzmat makroekonomicznej teorii obiegu pieniężnego (*monetary circuit theory* – MCT). To podejście teoretyczne stawia bowiem w centrum swojego zainteresowania zagadnienia pieniężne, głosząc przy tym radykalną wersję endogeniczności w postaci tzw. endogeniczności naturalnej.

Zgodnie z założonym celem w części pierwszej przybliżono pojęcie endogenicznej kreacji pieniądza w ujęciu ekonomii heterodoksyjnej. W części drugiej przedstawiono problematykę finansjalizacji. Trzecią część poświęcono charakterystyce makroekonomicznej teorii obiegu pieniężnego. W części czwartej omówiono implikacje teorii MCT dla polityki pieniężnej. Artykuł zamyka podsumowanie.

1. Endogeniczna kreacja pieniądza

Zgodnie ze stanowiskiem heterodoksyjnym¹ gospodarkę należy postrzegać jako opartą na pieniądzu, przez co funkcjonuje ona w odmienny sposób od wizji neoklasycznej przypominającej system barterowy, w którym pieniądz jest jedynie „zasłoną”. Pieniądz w gospodarce kapitalistycznej przejawia swój nieodwracalny wpływ w krótkim i długim okresie. Sektor realny i pieniężny nie mogą więc być analizowane oddzielnie. Proces produkcji wymaga czasu i musi być sfinansowany jeszcze przed jego rozpoczęciem ze środków pozyskanych od banków komercyjnych (lub innych instytucji finansowych). To z kolei oznacza, że banki reagują na

¹ Ekonomia heterodoksyjna definiowana jest tu przez pryzmat kryterium zarówno socjologicznego, jak i intelektualnego. Jest więc postrzegana jako zróżnicowany zbiór poglądów, wskazujący na ogromne skomplikowanie życia gospodarczego oraz trudności w jego formalnym modelowaniu i przekonującym prognozowaniu przebiegu zjawisk ekonomicznych, a przez to pozostający na marginesie dyskusji teoretycznych toczących się w głównym nurcie, które mają decydujący wpływ na programy akademickiego nauczania ekonomii oraz procesy projektowania i wdrażania rozwiązań praktycznych. Równocześnie uznaje się, że pomimo wyraźnej heterogeniczności zainteresowań i podejmowanych problemów badawczych, ekonomię heterodoksyjną można opisać w sposób pozytywny za pomocą następujących założeń: realizm, organicyzm, racjonalność proceduralna, produkcja i wzrost, interwencjonizm państwowy. Zgodnie z zaproponowaną definicją do najważniejszych podejść heterodoksyjnych należą: postkeynesizm, makroekonomiczna teoria obiegu pieniężnego, szkoła neoaustriacka, marksizm, instytucjonalizm, neoinstytucjonalizm, teoria wyboru publicznego i ewolucjonizm.

Do ekonomii głównego nurtu należy z kolei zaliczyć z jednej strony podejścia zdominowane przez wyraźne wpływy neoklasyczne (monetarizm, nowa klasyczna ekonomia, realny cykl koniunkturalny) oraz podejścia czerpiące wprawdzie inspirację z teorii J.M. Keynesa, ale wykazujące równocześnie silne wpływy neoklasyczne („stara” synteza neoklasyczna, neokeynesizm, nowa synteza neoklasyczna), a z drugiej strony stanowiska nie-neoklasyczne, które zdobyły wystarczająco duży rozgłos i prestiż, by móc wpływać na kierunek dyskusji toczących się w środowisku profesjonalistów (ekonomia behawioralna, ekonomia eksperymentalna, nowa ekonomia instytucjonalna, teoria gier ewolucyjnych wykorzystująca teorię złożoności). Co do tej drugiej grupy istnieje jednak w literaturze przedmiotu na tyle dużo kontrowersji, że za główny nurt ekonomii uznaje się zwykle tylko tę pierwszą. Takie podejście przyjęto też w niniejszym artykule. Więcej na ten temat zob. Bludnik (2015).

zgłaszany przez przedsiębiorców i gospodarstwa domowe popyt na kredyt, a nie popyt na depozyty. Stąd wniosek, że „kredyty kreują depozyty” (Wray 1990). Banki nie muszą przy tym gromadzić depozytów, by rozpocząć akcję kredytową, gdyż to właśnie akt udzielania kredytu i przekazania go na rachunek dłużnika kreuje równocześnie depozyt o odpowiedniej wysokości. Banki są więc w stanie stworzyć nową siłę nabywczą (nowe depozyty) *ex nihilo*, bez konieczności redukcji zasobu pieniądza zgromadzonego przez oszczędzających (Keen 2011). Kredyt nie jest tu traktowany jako transfer siły nabywczej od podmiotu oszczędzającego do dłużnika, lecz jako pierwotna kreacja przez bank siły nabywczej przekazywanej kredytobiorcy. Stąd zmiana poziomu długu prywatnego zawsze wywiera efekty makroekonomiczne.

W ramach ekonomii heterodoksyjnej można jednak zidentyfikować różne interpretacje endogeniczności. Na przykład wśród postkeynesistów przez wiele lat toczyła się dyskusja między zwolennikami podejścia akomodacyjnego (Moore 1988) i podejścia strukturalistycznego (Pollin 1991; Palley 1994, 1996; Wray 1990). Zdaniem tych pierwszych cały popyt sektora bankowego na płynne zasoby jest pasywnie zaspokajany przez bank centralny po ustalonej cenie, przez co krzywa podaży pieniądza staje się doskonale elastyczna (horyzontalna) przy docelowej stopie procentowej. Według tych drugich natomiast bank centralny może ograniczyć bankom komercyjnym dostęp do płynnych rezerw, wykorzystując w tym celu operacje otwartego rynku. A zatem w krótkim okresie bank centralny nie traci całkowicie kontroli nad podażą pieniądza, co oznacza, że idea pasywnej akomodacji nie jest prawdziwa. Tym samym zagregowana krzywa podaży kredytu nie jest horyzontalna, lecz nachylona dodatnio.

Jeszcze inny podział zaproponował Rochon (2003), według którego można wyróżnić „endogeniczność instytucjonalną” oraz „endogeniczność naturalną”. Ta pierwsza odpowiada podejściu postkeynesowskiemu, natomiast druga – perspektywie MCT. W opinii autora postkeynesiści – zarówno ci, którzy są związani z horyzontalizmem, jak i reprezentujący odłam strukturalistyczny – traktują endogeniczność pieniądza jako efekt pojawienia się w toku ewolucji sektora bankowego określonych warunków i układów instytucjonalnych. Natomiast w MCT argumentuje się, że pieniądz zawsze był, jest i będzie endogeniczny, niezależnie od etapu rozwoju systemu bankowego oraz szczegółowych rozwiązań regulujących jego funkcjonowanie. Pieniądz wynika bowiem z istnienia relacji dłużnych, bez których nie można ani zapoczątkować, ani kontynuować procesu produkcji, a tym samym wygenerować strumienia dochodu.

Bez względu na to, czy mówimy o wersji instytucjonalnej czy naturalnej, w obecnej fazie ewolucji bankowości endogeniczność pieniądza należy traktować jako zjawisko trwałe, nieodwracalne. We współczesnych gospodarkach opartych na kredycie nie ma technicznych możliwości kierowania wielkością podaży środków finansowych. Endogeniczna kreacja pieniądza jest więc immanentną cechą dzisiejszych systemów bankowych. Ponadto ekonomiści heterodoksyjni zwracają uwagę, że współczesne banki centralne pełnią ustawową funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji. Są więc prawnie zobowiązane do tego, by dostarczać gospodarce nie-

zbędnych środków pieniężnych. Kluczowym zadaniem władz jest dostosowywanie się do popytu na rezerwy banków komercyjnych w taki sposób, by zapotrzebowanie zgłoszone im przez wiarygodne podmioty prywatne zostało w pełni zaspokojone. W tej sytuacji jedyną zmienną, którą władze monetarne mogą efektywnie kontrolować, jest krótkoterminowa nominalna stopa procentowa².

2. Finansjalizacja

W przeciwieństwie do ekonomii głównego nurtu, która nie poświęca większej uwagi istocie i konsekwencjom finansjalizacji, obszerna i szczegółowa analiza tego zjawiska jest dobrze zakorzeniona w ekonomii heterodoksyjnej. Inspiracji można tu upatrywać w rozważaniach Keynesa na temat ujemnych skutków ekonomicznych upowszechniania się zachowań rentierskich, które w dzisiejszym kontekście należy interpretować jako rosnącą rolę gospodarczą podmiotów otrzymujących płatności głównie z tytułu rent, procentów i dywidend (Charles i Fontana 2011). Dla ekonomistów heterodoksyjnych finansjalizacja jest terminem określającym transformację dojrzałych gospodarek kapitalistycznych, polegającą na zdobywaniu przez rynki finansowe, instytucje finansowe i elity finansowe coraz większego wpływu na politykę gospodarczą i wyniki gospodarcze w wymiarze zarówno mikro-, jak i makroekonomicznym. Ten proces ekspansji rynków finansowych oraz popularyzacji usług i instrumentów finansowych został zapoczątkowany na przełomie lat 70. i 80., a towarzyszyło temu umacnianie się pozycji paradygmatu neoklasycznego w warunkach pogłębiającej się globalizacji. To wtedy zaczął się formować nowy kapitalizm finansowy, w którym obok istniejących już od lat tendencji (np. wzrostu wolumenu transakcji finansowych) zaobserwowano wyraźne przyspieszenie innych zmian (m.in. deregulacji zarówno samego rynku finansowego, jak i całych systemów gospodarczych) oraz odnotowano pojawienie się zupełnie nowych zjawisk (np. innowacji finansowych w postaci sekurytyzacji) (Palley 2013; Sawyer 2013–2014; Ratajczak 2012, 2017; Sopoćko 2012).

Dominacja sektora finansowego nad sektorem realnym zaczęła szybko przenikać do różnych sfer życia ekonomicznego i społecznego, np. systemu ochrony zdrowia, systemu emerytalnego, rynku nieruchomości itd., wywołując szereg negatywnych skutków. Jedną z najpoważniejszych konsekwencji finansjalizacji jest redukcja ogólnego poziomu i zyskowności inwestycji w działalność wytwórczą. Ponadto następuje transfer dochodu do sektora finansowego, który odbywa się kosztem sektora realnego. Zwiększają się nierówności dochodowe i majątkowe, którym towarzyszy stagnacja płac realnych oraz wzrost zadłużenia gospodarstw domowych. Zmienia się sposób działania sektora dużych przedsiębiorstw, który zaczyna stawiać wartość spółki dla akcjonariuszy (*shareholder value*) ponad wartości i cele ekonomiczne oraz społeczne. Cała gospodarka zostaje narażona

² W polskiej literaturze dyskusję na temat charakteru pieniądza i roli banku centralnego podejmują przede wszystkim prof. Andrzej Sopoćko oraz prof. Andrzej Sławiński.

na ryzyko niestabilności finansowej, ryzyko deflacji długu oraz wystąpienia długotrwałych recesji. Pod wpływem nacisków elit finansowych zmienia się sposób prowadzenia polityki gospodarczej, która zaczyna realizować przede wszystkim cele rynków finansowych, dopuszczając do jeszcze większej liberalizacji i komercjalizacji wszystkich obszarów życia społecznego i ekonomicznego (Palley 2013; Sawyer 2013–2014; Ratajczak 2012, 2017; Sopoćko 2012).

Ekonomia heterodoksyjna postrzega więc finansjalizację jako zjawisko ze wszech miar niekorzystne i zagrażające ładowi społeczno-ekonomicznemu. Niemniej jednak wielu ekonomistów heterodoksyjnych, w tym przedstawiciele MCT, traktują pojawienie się hiperfinansowego kapitalizmu jako swego rodzaju aberrację o charakterze przejściowym. Według Lysandrou (2013) w przypadku MCT wynika to z tego, że w jej ramach uwaga została skupiona na pełnionej przez przedsiębiorstwa funkcji wytwórczej. Skoro uzasadnieniem dla istnienia przedsiębiorstw jest produkcja dóbr i usług przeznaczonych na konsumpcję, to jedynym argumentem na rzecz istnienia aktywów finansowych jest pozyskiwanie za ich pośrednictwem przez przedsiębiorstwa środków na realizację ich funkcji wytwórczej. Taki punkt widzenia tłumaczy konieczność istnienia relatywnie niewielkich, stabilnych i pasywnych rynków finansowych, a nadmierny wzrost ich aktywności i znaczenia jest interpretowany jako zjawisko nieprawidłowe i groźne. Podobną opinię wyraża Michell (2017) argumentując, iż na gruncie MCT działania sektora przedsiębiorstw zmieniły swój charakter z produkcyjnych na rentierskie, natomiast rynki finansowe zaczęły przejawiać aktywność typu kasynowego. W rezultacie finansjalizacja jest określana jako dysfunkcyjny przerost działań o charakterze rentierskim w warunkach kapitalistycznych, co musi sugerować krótkotrwałość tego zjawiska.

3. Makroekonomiczna teoria obiegu pieniężnego

MCT koncentruje się na asymetrycznych współzależnościach między wyróżnionymi grupami społeczno-ekonomicznymi, które przedstawiane są przez pryzmat cyrkulacji pieniądza w systemie gospodarczym. Analizie poddany jest tu cały cykl życia pieniądza, od momentu jego wykreowania *ex nihilo* w ramach systemu bankowego, przez przepływy wynikające z dokonywania płatności między podmiotami, aż do momentu ostatecznej jego likwidacji w chwili spłaty zaciągniętego w bankach długu (Schmitt 1960, 1966, 1975; Le Bourva 1962; Parguez 1996, 2001; Graziani 1989, 2003; Lavoie 1987; Rochon 1999a, 1999b; Seccareccia 1996).

Opisując bardziej szczegółowo sposób funkcjonowania gospodarki opartej na pieniądzu, zwolennicy MCT wyróżniają dwa zasadnicze okresy – prefinansowy oraz okres kapitalizmu finansowego. W erze prefinansowej koncentrowano się na funkcji pieniądza jako środka obiegowego, umożliwiającego zawieranie transakcji gospodarczych. Chociaż pieniądź mógł pełnić również funkcję jednostki obrachunkowej i środka przechowywania wartości, to kluczowa była tu rola odgrywana przez niego podczas wymiany. Gospodarkę postrzegano tym sa-

mym w kategoriach powiązań o charakterze pieniężnym, zachodzących między trzema grupami społeczno-ekonomicznymi: przedsiębiorstwami, pracownikami i bankami. W centrum zainteresowania stawiano banki komercyjne, które dzięki możliwości kreacji pieniądza *ex nihilo* zaspokajały potrzeby finansowe wszystkich wiarygodnych kredytowo przedsiębiorstw. Angażując się bezpośrednio w finansowanie inwestycji realnych, banki komercyjne gwarantowały tym samym ciągłość procesu produkcji, generującego strumień zagregowanego dochodu. Rynki finansowe z kolei odgrywały w cyrkulacji płynnych środków jedynie drugorzędną rolę, ograniczoną do pasywnego przekazywania oszczędności (gromadzonych głównie przez gospodarstwa domowe) na cele długookresowego finansowania działalności sektora przedsiębiorstw. Banki komercyjne poddane tu były ścisłej kontroli i regulacji, a ich zyski zależały przede wszystkim od różnicy między oprocentowaniem kredytów i depozytów (Rochon 2003; Charles i Fontana 2011).

Ten prosty i łatwy do scharakteryzowania układ zaczął się zmieniać w latach 70. XX w. Wtedy to postępujący proces liberalizacji sektora finansowego, towarzysząca temu dynamiczna ewolucja bankowości równoległej (*shadow banking*), postęp technologiczny oraz upowszechnienie ryzykownych innowacji finansowych stworzyły – w warunkach endogenicznej kreacji podaży pieniądza – podatny grunt dla rozwoju finansjalizacji. Tym samym gospodarki weszły w trwającą do chwili obecnej erę kapitalizmu finansowego, w której w sposób diametralny zmieniła się rola współczesnych instytucji bankowych i finansowych (Sawyer 2013–2014).

Prób interpretacji tych daleko idących zmian otoczenia w ramach MCT dostarczyli m.in. Eatwell, Mouakil i Taylor (2008), Fumagalli i Lucarelli (2011), Seccareccia (2012), Passarella (2014), Botta, Caverzasi i Tori (2015) oraz Sawyer i Passarella (2017). Wszyscy autorzy zwracają uwagę na zasadniczą zmianę, jaka zaszła w relacjach między poszczególnymi grupami podmiotów uczestniczących w cyrkulacji pieniądza. W gospodarce pojawiła się bowiem całkowicie nowa sytuacja, w której sektor przedsiębiorstw przekształcił się w kredytodawcę netto, nieustannie poszukującego możliwości osiągnięcia jak najwyższych zwrotów finansowych z funduszy własnych, natomiast kredytobiorcą netto stał się sektor gospodarstw domowych. To ta właśnie zmiana układu sił między grupami społeczno-ekonomicznymi dała impuls do głębokich przeobrażeń systemu bankowego i finansowego, stanowiących istotę zjawiska finansjalizacji.

Pozycja przedsiębiorstw zmieniła się dlatego, że wiele z nich – zwłaszcza tych dużych, o statusie korporacji – przestało wykazywać deficyty, a zaczęło generować nadwyżki finansowe. Rozpoczęły więc poszukiwania nie tyle źródeł zewnętrznego finansowania, co możliwości zyskowego inwestowania, wykazując przy tym znacznie większe zainteresowanie lokowaniem wolnych środków w operacje finansowe niż w działalność produkcyjną. Gospodarstwa domowe natomiast doświadczyły systematycznego spadku płac realnych z powodu deregulacji rynku pracy i restrykcyjnej polityki fiskalnej, a co za tym idzie, obniżenia poziomu prywatnych oszczędności (Davanzati i Esposito 2010). Chcąc utrzymać pożądaną poziom konsumpcji, zaczęły na coraz większą skalę korzystać z kredytów bankowych, dla których zabezpieczeniem był posiadany majątek.

W tej sytuacji banki komercyjne, które nie są jedynie pasywnymi menedżerami zgromadzonych oszczędności, lecz dążą do maksymalizacji swoich korzyści, zaczęły działać dwutorowo. Działalność kredytową – i to na niespotykaną dotąd skalę – przesunęły w kierunku transakcji zawieranych z gospodarstwami domowymi. Większość endogenicznie kreowanego przez banki komercyjne pieniądza kredytowego przybiera obecnie postać kredytów hipotecznych (Michell 2017). Co więcej, dynamicznej ekspansji akcji kredytowej towarzyszyło obniżanie przez banki wymogów co do wiarygodności kredytowej gospodarstw domowych. Wzrost długu gospodarstw domowych stał się równocześnie mechanizmem napędzającym transakcje zawierane z wykazującymi nadwyżki finansowe przedsiębiorstwami, które zgłaszały coraz większy popyt na zyskowne instrumenty finansowe. Banki zaczęły intensywnie angażować się w niezwykle dla nich opłacalny proces sekurytyzacji udzielonych kredytów hipotecznych i dostarczania spekulacyjnych instrumentów pochodnych, sprzedawanych następnie korporacjom-rentierom za pośrednictwem na przykład funduszy hedgingowych, funduszy emerytalnych, firm ubezpieczeniowych czy banków inwestycyjnych (Seccareccia 2012; Stockhammer 2004; Epstein 2005; Orhangazi 2007). Wraz z upowszechnianiem praktyk sekurytyzacyjnych banki zaczęły kreować kredyty hipoteczne *ex nihilo* z takim założeniem, że natychmiast pozbędą się ich z własnych pozycji bilansowych.

Takie działania znacząco przyspieszyły rozwój bankowości równoległej, zajmującej się zakupem i sprzedażą papierów wartościowych, czyli handlem już istniejącymi na rynku zobowiązaniami. Zdaniem Michella (2017) bankowość równoległa nie mogłaby rozwinąć się na obserwowaną skalę, gdyby nie intensyfikacja procesu endogenicznej kreacji nowego pieniądza kredytowego przez tradycyjne banki. Akumulacja roszczeń przez system bankowości równoległej zależy bowiem od wolumenu wykreowanych wcześniej roszczeń przez sektor bankowości tradycyjnej. Obydwie strony odnosiły korzyści z takich praktyk, przyczyniając się jednak w ten sposób do wzrostu wrażliwości całego systemu gospodarczego. Sekurytyzacja implikuje bowiem, że pieniądź wykreowany początkowo przez banki komercyjne ulega likwidacji, gdy sprzedają one swoje aktywa. Likwidacji pieniądza nie towarzyszy jednak spłata długu przez początkowych kredytobiorców. Oryginalne zobowiązania dłużników wciąż istnieją, tyle że nie figurują już w bilansach banków komercyjnych, lecz są zaliczane do bilansów innych pośredników finansowych w postaci instrumentów pochodnych. Sytuacja finansowa banków komercyjnych w oczywisty sposób ulega poprawie, ale równocześnie pogarsza się makroekonomiczna stabilność finansowa.

Rozwój bankowości równoległej oraz innowacji finansowych (w postaci przede wszystkim praktyk sekurytyzacji) sprawił, że transformacji uległ dotychczasowy model bankowości. W erze prefinansowej kredyt był utrzymywany aż do momentu jego zapadalności przez podmiot, który go wyemitował. W dobie finansjalizacji natomiast celem banków emitujących stała się sprzedaż wykreowanego kredytu innemu bankowi lub pośrednikom finansowym. Zmieniło się też postrzeganie roli pieniądza w gospodarce. Obecnie pieniądź staje się czymś więcej niż tylko środkiem zapewniającym kontynuację działalności wytwórczej. Rynki finansowe zaczę-

ły wykorzystywać fakt, że kreacja pieniądza oznacza podwójny zapis w księgach rachunkowych. W rezultacie pozycja po stronie aktywów banków, odpowiadająca zobowiązaniom po stronie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, stała się towarem „produkowanym” na coraz szerszą skalę przez pośredników finansowych i wymienianym z zyskiem na dynamicznie rozwijających się rynkach finansowych.

W kapitalizmie finansowym nastąpiło przejście od systemu ściśle kontrolowanego, zorganizowanego na poziomie krajowym i skoncentrowanego wokół banków komercyjnych (przyjmujących depozyty i udzielających kredytów), do systemu, który jest samoregulujący, ma globalny zasięg i skupia się wokół lukratywnej bankowości inwestycyjnej (pośrednictwo, handel i asekuracja). Tradycyjny związek między przedsiębiorstwami i bankami został w dużej mierze osłabiony. Centralne miejsce zajęła natomiast relacja między bankami i rynkami finansowymi. Zmiana układu sił, w wyniku której sektor przedsiębiorstw stał się kredytodawcą netto, doprowadziła do upowszechnienia zachowań rentierskich. Zostały one wzmocnione i spotęgowane działaniami podjętymi przez banki komercyjne, mające zdolność kreacji pieniądza *ex nihilo*. Dało to impuls do gwałtownego narastania finansjalizacji (Charles i Fontana 2011; Lapavitsas 2011; Seccareccia 2012; Lysandrou 2013).

Upowszechnianiu finansjalizacji i wszelkich problemów z nią związanych sprzyjała akomodacyjna polityka pieniężna banku centralnego prowadzona przy niskich stopach procentowych. Zgodnie z koncepcją endogeniczności pieniądza bank centralny dostosowuje się do popytu na rezerwy banków komercyjnych w taki sposób, by zapotrzebowanie zgłoszone przez wiarygodne podmioty prywatne zostało w pełni zaspokojone. Problem polegał jednak na tym, że w pogoni za zyskiem banki przestały kierować się podstawową zasadą przyznawania nowych środków wyłącznie wiarygodnym i wypłacalnym kredytobiorcom. Służyło temu rozluźnienie kontroli nad sektorem bankowym i finansowym i zachęcanie banków komercyjnych przez władze publiczne do wspierania rosnącego popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego.

4. Implikacje dla polityki pieniężnej

W ramach ekonomii heterodoksyjnej panuje zgoda co do tego, że należy bezwzględnie odejść od realizowanej przez główny nurt polityki pieniężnej skoncentrowanej na ustalaniu krótkookresowej nominalnej stopy procentowej. W opinii ekonomistów heterodoksyjnych takie działania władz monetarnych dają impuls do nieustannego narastania i umacniania się negatywnych konsekwencji finansjalizacji. Równocześnie jednak – poza nielicznymi wyjątkami – poświęcają oni zaskakująco niewiele uwagi próbom wypracowania konkretnej alternatywy dla obecnych działań banków centralnych. Zazwyczaj ograniczają się do bardzo ogólnych zaleceń dotyczących konieczności zwiększenia kontroli i nadzoru nad rynkami finansowymi oraz pozbawienia polityki pieniężnej jej dominującej roli na rzecz nadania priorytetu rozwiązaniom z zakresu polityki fiskalnej. Co ciekawe,

w przypadku MCT większość rozważań na temat kapitalizmu finansowego w ogóle nie uwzględnia roli, jaką ma do odegrania bank centralny. Cała analiza skupia się na coraz bardziej skomplikowanym obrazie rynku finansowego i identyfikowanych w jego ramach relacjach między bankowością tradycyjną i równoległą z jednej strony, a instytucjami finansowymi i przedsiębiorstwami oraz gospodarstwami domowymi z drugiej. Wpływ decyzji władz monetarnych na te powiązania jest zwykle w modelach MCT ignorowany.

Jedną z niewielu konkretnych propozycji zmian w działaniu banku centralnego jest sformułowana przez Palleya (2006, 2013, 2014, 2017) koncepcja ABRR (*asset-based reserve requirements*), czyli rezerw obowiązkowych opartych na posiadanych przez instytucje finansowe aktywach. Palley zwracał uwagę na dwa zasadnicze powody, dla których obecnie realizowana polityka pieniężna jest zarówno nieskuteczna, jak i niebezpieczna. Po pierwsze, jeżeli głównym narzędziem oddziaływania na rynek jest stopa procentowa, to w sytuacji wyraźnie narastającej spekulacji finansowej, skłaniającej władze monetarne do reakcji, musi ona zostać podniesiona. To z kolei uderza w inwestycje realne, co może prowadzić do recesji. Po drugie, endogeniczna kreacja pieniądza wraz z deregulacją i rozwojem innowacji finansowych generują bardzo poważne problemy, których jednak bank centralny może w porę nie dostrzec. Wzrost cen aktywów finansowych czy cen nieruchomości nie jest odzwierciedlany w miernikach inflacji, na których władze monetarne skupiają swą uwagę. Jeżeli zatem patologiczny sposób funkcjonowania systemu nie znajdzie odbicia w wahaniach ogólnego poziomu cen, bank centralny może w ogóle nie zareagować, przyzwalając tym samym na rozwój tendencji kryzysowych.

W opinii Palleya słabościom tym może zaradzić uzupełnienie obecnej polityki pieniężnej o nowe zasady ustalania rezerw obowiązkowych, które pozwolą na sprawowanie skutecznej kontroli nad rynkami finansowymi. Zgodnie z koncepcją ABRR bank centralny wyznaczałby instytucjom finansowym wymóg utrzymywania rezerw dla każdej kategorii utrzymywanych aktywów z osobna, np. akcji, obligacji, kredytów hipotecznych itd. Oczywiście, bank centralny mógłby ustalić wysokość rezerw na poziomie zerowym i dopiero w sytuacji pojawienia się niestabilności na którymkolwiek z rynków wprowadzić podwyższenie ich limitu dla grupy aktywów generującej zwiększone ryzyko. W obliczu wyższego kosztu utrzymywania takich aktywów instytucje finansowe nie miałyby powodu, by kontynuować swoje zaangażowanie w ich emisję lub zakup. Równocześnie tego typu działania banku centralnego nie wpływałyby w żaden sposób na pozostałe części systemu. Zachowania podmiotów na innych rynkach nie ulegałyby zatem zmianom. Co ważne, zaproponowane regulacje miałyby dotyczyć wszystkich instytucji finansowych, a więc zarówno banków komercyjnych, jak i bankowości równoległej oraz pośredników finansowych. Pozwoliłoby to na sprawowanie efektywnego nadzoru nad wszelkimi rodzajami działalności bankowo-finansowej.

Inną propozycję, opartą na zmianach strukturalnych w bankach, sformułowali Rossi (2010) i Gnos (2011–2012). Miałyby ona polegać na wydzieleniu operacji, w ramach których kreowany jest pieniądz (tworzenie nowego dochodu) od pozostawienia

stałych działań, polegających na gromadzeniu oszczędności i ich udostępnianiu kredytobiorcom (pośredniczenie w lokowaniu dochodu już wytworzonego). Obaj autorzy podkreślali, że finansjalizacja doprowadziła do przekształcenia się wielu instytucji finansowych w potężne konglomeraty działające w skali globalnej i realizujące równocześnie funkcje banków komercyjnych, banków inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych, podmiotów zarządzających majątkiem, instytucji ubezpieczeniowych itd. W tej sytuacji praktycznie niemożliwy stał się nadzór zewnętrzny nad takimi stale rozrastającymi się grupami finansowymi, które w końcu stały się „zbyt duże, by upaść”. Analogiczne trudności pojawiły się także w przypadku kontroli wewnętrznej. Nie ma bowiem możliwości, by móc zapanować nad tak różnorodnymi działaniami, zwłaszcza w dobie intensywnego postępu technologicznego i kreacji praktycznie nieograniczonej ilości pieniądza, w całkowitym oderwaniu od sektora realnego.

Proponowana reforma strukturalna pozwoliłaby pokonać te problemy. W każdym momencie znana byłaby bowiem wielkość dochodu zdeponowanego przez klientów, który mógłby być przeznaczony bez żadnych ograniczeń na udzielanie kredytów. Kreacja pieniądza bankowego natomiast byłaby ściśle powiązana z działalnością produkcyjną i nie byłoby możliwe tworzenie pieniądza *ex nihilo* bez wykazania związku takich operacji z tworzeniem nowego dochodu. Takie rozwiązania nie zaburzałyby zachowań indywidualnych uczestników rynku i nie nakładały na nie żadnych dodatkowych ograniczeń.

Wnioski

Przedstawiciele zarówno głównego nurtu ekonomii, jak i ekonomii heterodoksyjnej zgadzają się co do tego, że endogeniczność podaży pieniądza oraz finansjalizacja są typowymi wyróżnikami dzisiejszych rozwiniętych gospodarek. Obydwa zjawiska postrzegają jednak inaczej, identyfikując przy tym odwrotny ciąg przyczynowo-skutkowy zależności zachodzących między nimi. Różnice te syntetycznie przedstawia tabela 1.

Endogeniczność podaży pieniądza jest fundamentem heterodoksyjnej wizji funkcjonowania świata, w przeciwieństwie do głównego nurtu, dla którego jest ona swego rodzaju efektem ubocznym, pojawiającym się w modelach teoretycznych. I chociaż w ramach ekonomii alternatywnej nie ma zgody co do definicji endogeniczności, to ujęcia takie jak makroekonomiczna teoria obiegu pieniężnego argumentują, że jest ona trwałą i niezmienną cechą pieniądza, niezależnie od obowiązującej w danym momencie struktury systemu bankowego i jego organizacji. Taka naturalna endogeniczność pieniądza w warunkach postępującej liberalizacji gospodarek, zwłaszcza rynku finansowego, rozwoju bankowości równoległej, upowszechniania innowacji technologicznych oraz finansowych, stopniowego przechodzenia od epoki fordyzmu do postfordyzmu, dała impuls do zakorzenienia się finansjalizacji. Zmiany otoczenia gospodarczego, w połączeniu z możliwością nieograniczonej kreacji pieniądza przez system bankowy, stworzy-

Tabela 1
Finansjalizacja i endogeniczność podaży pieniądza w ujęciu głównego nurtu ekonomii i ekonomii heterodoksyjnej

Wyszczególnienie	Główny nurt ekonomii	Ekonomia heterodoksyjna
Endogeniczność pieniądza	przejściowa, odwracalna	trwała, niezmienna
		<i>determinanta finansjalizacji</i>
Finansjalizacja	trwała	odwracalna
	naturalny rezultat ewolucji gospodarki rynkowej	aberracja prowadząca do powstania kapitalizmu hiperfinansowego
	niepociągająca za sobą negatywnych skutków	rodząca zagrożenia dla stabilności gospodarek
	<i>determinanta endogeniczności pieniądza</i>	

Źródło: opracowanie własne.

ły podatny grunt dla narastania finansjalizacji. Z czasem stała się ona jednym z najpoważniejszych problemów zagrażających stabilności gospodarek i całego globalnego systemu finansowego, co unaocznili turbulencje zapoczątkowane w Stanach Zjednoczonych w latach 2007–2009.

Zaskakuje więc fakt, że zwolennicy MCT, dla których zjawiska finansowe rozpatrywane w kontekście kreacji pieniądza *ex nihilo* stanowią sedno rozważań, dostrzegli wagę problemu finansjalizacji bardzo późno. Stało się to bowiem dopiero pod wpływem wybuchu ostatniego kryzysu finansowego. Trudno dostrzec u przedstawicieli MCT zainteresowanie tym tematem w latach poprzedzających to wydarzenie. Dopiero krach na skalę światową sprawił, że zauważalnie wzrosła liczba publikacji uwzględniających *explicite* finansjalizację w modelach obiegu pieniężnego. Ale nawet po upływie ponad dekady od wybuchu kryzysu finansowego poprawność i kompleksowość analiz finansjalizacji oferowanych przez MCT budzi poważne wątpliwości i zastrzeżenia (Ratajczak i Bludnik 2017).

Równie zaskakujące jest to, że poświęcając tyle uwagi krytyce głównego nurtu i prowadzonej zgodnie z jego modelowymi wytycznymi polityce pieniężnej, przedstawiciele MCT w zasadzie – poza bardzo nielicznymi wyjątkami – nie oferują żadnych konkretnych rozwiązań dotyczących funkcjonowania banku centralnego. W wielu modelach obiegu pieniężnego w ogóle nie uwzględnia się władz monetarnych i ich wpływu na przebieg procesów makroekonomicznych. Skoro MCT podkreśla ciąg kauzalny przebiegający od endogeniczności podaży pieniądza do finansjalizacji, postrzeganej jako jedno z większych zagrożeń dla współczesnych gospodarek, to pomijanie w analizach najważniejszego elementu systemu bankowego wydaje się zupełnie niezrozumiałe.

MCT reprezentuje ekonomię heterodoksyjną, która stara się zbudować zupełnie inną wizję funkcjonowania gospodarki niż główny nurt. Równocześnie sła-

bości zauważalne w przypadku analiz MCT można potraktować jako typowe dla całej ekonomii heterodoksyjnej, której wyraźnie brakuje solidnej, pełnej, logicznej i przekonującej wizji, mogącej konkurować z sukcesem z głównym nurtem. Konstrukcje teoretyczne „mainstreamu” także wykazują wiele wad i niedociągnięć, i to bardzo poważnych. Niemniej jednak, wobec ich popularności i silnego zakorzenienia w ekonomii, ich pozycja wydaje się – przynajmniej na razie – niezagrażona tak w teorii, jak i w praktyce gospodarowania. Jeżeli ekonomia heterodoksyjna chce być realną alternatywą dla głównego nurtu zdominowanego przez wpływy neoklasyczne, musi mieć do zaoferowania znacznie bardziej spójny i kompletny program badawczy od obecnego. Dopóki tego nie dokona, pozostanie jedynie marginesem dyskusji o współczesnych problemach gospodarczych, bez większych szans na poważne konkurowanie z głównym nurtem.

Tekst wpłynął: 28 września 2018 r.

(wersja poprawiona: 6 lutego 2019 r.)

Bibliografia

- Argitis G., Evans T., Michell J., Toporowski J., *Finance and Crisis: Marxian, Institutional and Circuitist Approaches*, FESSUD, Working Paper Series, 2014, nr 39.
- Bludnik I., *Postkeynesizm. Teoria endogenicznej kreacji pieniądza*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2015.
- Botta A., Caverzasi E., Tori D., *Financial-Real Side Interactions in the Monetary Circuit: Loving or Dangerous Hugs?*, „International Journal of Political Economy” 2015, nr 44(3).
- Charles A., Fontana G., *A Critical Assessment of the Financialisation Process and Its Impact on the US Labour Force during the Great Recession*, „International Journal of Public Policy” 2011, nr 7(1/2/3).
- Davanzati G.F., Esposito G.T., *Low Wages, Private Indebtedness, and Crisis. A Monetary-Theory-of-Production Approach*, „European Journal of Economic and Social Systems” 2010, nr 23(1).
- Eatwell J., Mouakil T., Taylor L., *Liquidity, Leverage and the Impact of Sub-Prime Turbulence*, Centre for Financial Analysis and Policy, Judge Business School, University of Cambridge, 2008, <https://pl.scribd.com/document/201181238/Taylor-Subprime>
- Epstein G.A., *Introduction: Financialization and the World Economy*, w: *Financialisation and the World Economy*, red. G.A. Epstein Edward Elgar, Cheltenham 2005, s. 3–16.
- Fumagalli A., Lucarelli S., *A Financialized Monetary Economy of Production*, „International Journal of Political Economy” 2011, nr 40(1).
- Gnos C., *French Circuit Theory*, w: *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, red. P. Arestis, M. Sawyer, Edward Elgar, Cheltenham 2006, s. 87–104.
- Gnos C., *Rethinking Monetary Policy with Reference to Monetary Circuit Theory*, „International Journal of Political Economy” 2011/12, nr 40(4).
- Graziani A., *The Theory of the Monetary Circuit*, „Thames Papers in Political Economy” 1989, Spring.
- Graziani A., *The Monetary Theory of Production*, Cambridge University Press, Cambridge 2003.

- Keen S., *Debunking Macroeconomics*, „Economic Analysis & Policy” 2011, nr 41(3).
- Lapavistas C., *Theorizing Financialization*, „Work, Employment and Society” 2011, nr 25(4).
- Lavoie M., *Monnaie et Production: Une synthèse de la théorie du circuit*, „Économies et Sociétés” 1987, nr 21(4).
- Le Bourva J., *Création de la monnaie et multiplicateur du crédit*, „Revue Économique” 1962, nr 13(1).
- Lysandrou P., *Financialisation and the Limits of Circuit Theory*, 2013, <http://www.postkeynesian.net/downloads/soas14/PL300514.pdf>
- Michell J., *Do Shadow Banks Create Money? ‘Financialisation’ and the Monetary Circuit*, „Metroeconomica” 2017, nr 68(2).
- Moore B.J., *Horizontalists and Verticalists. The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, Cambridge 1988.
- Orhangazi O., *Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the US Economy 1973–2003*, Political Economy Research Institute Working Paper Series, nr 149, University of Massachusetts Amherst, 2007.
- Palley T.I., *Competing Views of the Money Supply Process*, „Metroeconomica” 1994, nr 45(1).
- Palley T.I., *Accommodationism versus Structuralism: Time for an Accommodation*, „Journal of Post Keynesian Economics” 1996, nr 18(4).
- Palley T.I., *A Post Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Procedures are Not Enough*, w: *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*, red. C. Gnos, L.-P. Rochon, Edward Elgar, Cheltenham 2006, s. 78–98.
- Palley T.I., *Financialization: What It Is and Why It Matters*, w: T.I. Palley, *Financialization. The Economics of Finance Capital Domination*, Palgrave Macmillan, London 2013, s. 17–40.
- Palley T.I., *Monetary Policy after Quantitative Easing: The Case for Asset Based Reserve Requirements (ABRR)*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Working Papers 2014, nr 350.
- Palley T.I., *Fixing the Euro’s Original Sins: The Monetary-Fiscal Architecture and Monetary Policy Conduct*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Working Papers 2017, nr 431.
- Parguez A., *Beyond Scarcity: A Reappraisal of the Theory of the Monetary Circuit*, w: *Money in Motion: the Post Keynesian and Circulation Approaches*, red. G. Deleplace, E.J. Nell, Macmillan, London 1996, s. 155–199.
- Parguez A., *Money Without Scarcity: From Horizontalist Revolution to the Theory of the Monetary Circuit*, w: *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays in Horizontalism*, red. L.-P. Rochon, M. Vernengo, Edward Elgar, Cheltenham 2001, s. 69–103.
- Passarella M.V., *Financialization and the Monetary Circuit: A Macro-Accounting Approach*, „Review of Political Economy” 2014, nr 26(1).
- Pollin R., *Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence*, „Journal of Post Keynesian Economics” 1991, nr 13(3).
- Ratajczak M., *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista” 2012, nr 3.
- Ratajczak M., *Finansjalizacja gospodarki: wymiary dyskusji*, „Bezpieczny Bank” 2017, nr 68(3).
- Ratajczak M., Bludnik I., *Teoria obiegu pieniężnego w warunkach finansjalizacji*, „Studia Ekonomiczne” 2017, nr 2.

- Rochon L.-P., *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*, Edward Elgar, Cheltenham 1999a.
- Rochon L.-P., *The Creation and Circulation of Endogenous Money: A Circuit Dynamic Approach*, „Journal of Economic Issues” 1999b, nr 33(1).
- Rochon L.-P., *On Money and Endogenous Money: Post Keynesian and Circulation Approaches*, w: *Modern Theories of Money. The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*, red. L.-P. Rochon, S. Rossi, Edward Elgar, Cheltenham 2003, s. 115–141.
- Rossi S., *The 2007–9 Financial Crisis: An Endogenous-Money View*, „Studia e Note di Economia” 2010, nr 15(3).
- Sawyer M., *What is Financialization?*, „International Journal of Political Economy” 2013/14, nr 42(4).
- Sawyer M., Passarella M.V., *The Monetary Circuit in the Age of Financialisation: A Stock-Flow Consistent Model with A Twofold Banking Sector*, „Metroeconomica” 2017, nr 68(2).
- Seccareccia M., *Post Keynesian Fundism and Monetary Circulation*, w: *Money in Motion: the Post Keynesian and Circulation Approaches*, red. G. Deleplace, E. Nell, Macmillan, London 1996, s. 400–416.
- Seccareccia M., *Financialization and the Transformation of Commercial Banking: Understanding the Recent Canadian Experience Before and During the International Financial Crisis*, „Journal of Post Keynesian Economics” 2012, nr 35(2).
- Schmitt B., *La Formation du Pouvoir d’Achant*, Sirey, Paris 1960.
- Schmitt B., *Monnaie, Salaries et Profits*, Presses Universitaires de France, Paris 1966.
- Schmitt B., *Théorie Unitaire de la Monnaie, Nationale et Internationale*, Castella, Albeuve 1975.
- Sopoćko A., *Gra finansowa – stagnacja czy wzrost bogatego świata?*, „Ekonomista” 2012, nr 4.
- Stockhammer E., *Financialisation and the Slowdown of Accumulation*, „Cambridge Journal of Economics” 2004, nr 28(5).
- Wray L.R., *Money and Credit in Capitalist Economies. The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar, Aldershot 1990.

ENDOGENICZNA PODAŻ PIENIĄDZA W WARUNKACH FINANSJALIZACJI – PERSPEKTYWA EKONOMII HETERODOKSYJNEJ

Streszczenie

Ekonomia heterodoksyjna interpretuje zjawiska endogeniczności podaży pieniądza oraz finansjalizacji, jak również związek przyczynowo-skutkowy zachodzący między nimi inaczej niż ekonomia głównego nurtu. Endogeniczność postrzega się tu jako trwałą i niezmienną cechę pieniądza, stanowiącą równocześnie determinantę finansjalizacji. Ta z kolei jest uznawana za przejściową i odwracalną aberrację, rodzącą jednak poważne zagrożenia dla stabilności gospodarek. Kwestie te zostały przeanalizowane przez pryzmat makroekonomicznej teorii obiegu pieniężnego, która stawia w centrum swojego zainteresowania zagadnienia pieniężne, głosząc przy tym tzw. endogeniczność naturalną.

Słowa kluczowe: pieniądz endogeniczny, finansjalizacja, teoria obiegu pieniężnego

JEL: B59, E44, E51, E52

ENDOGENOUS MONEY SUPPLY UNDER FINANCIALIZATION: HETERODOX ECONOMIC PERSPECTIVE

Abstract

Heterodox economics interprets the phenomena of endogenous money supply and financialization, and the cause-and-effect relationship between them, in a way different than mainstream economics. Endogeneity is perceived here as a durable and constant feature of money, which constitutes at the same time a determinant of financialization. The latter, in turn, is considered as a temporary and reversible aberration, representing a serious threat for economic stability. These questions have been analysed from the angle of the macroeconomic theory of money supply, which focuses on monetary problems, declaring a so-called natural endogeneity.

Keywords: endogenous money, financialization, theory of money circulation

JEL: B59, E44, E51, E52

ЭНДОГЕННОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДЕНЕГ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСИАЛИЗАЦИИ – ПЕРСПЕКТИВА ГЕТЕРОДОКСАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

Резюме

Подход гетеродоксальной экономики к явлению эндогенности предложения денег и финансовой лиализации, а также к причинно-следственной связи между ними, отличается от подхода экономики главного течения. Эндогенность воспринимается здесь как постоянная и неизменная черта денег, являющаяся одновременно детерминантом финансовой лиализации. В свою очередь, финансовая лиализация считается временной и устранимой аберрацией, которая, однако, может быть серьезной угрозой для стабильности экономики. Эти вопросы анализируются сквозь призму макроэкономической теории денежного обращения, в центре внимания которой находятся деньги, провозглашая тем самым так наз. естественную эндогенность.

Ключевые слова: эндогенные деньги, финансовая лиализация, теория денежных потоков

JEL: B59, E44, E51, E52