

*Jerzy Żyżyński**

KRYZYS JAKO SKUTEK KRYZYSU FUNKCJI PIENIĄDZA I KRYZYSU INSTYTUCJI

Wprowadzenie

Tradycyjnie w nauczaniu ekonomii określa się pieniądź jako szczególny towar, ekwiwalent wszystkich innych towarów, który spełnia cztery zadania: środka wymiany w transakcjach kupna-sprzedaży (funkcja transakcyjna), miernika wartości towarów (funkcja obrachunkowa), środka płatniczego (funkcja płatnicza) i środka przechowywania wartości (funkcja tezauryzacyjna). I tak, realizując te funkcje, pieniądź ma pełnić wielką rolę gospodarczą, konstytuując „krwiobieg” współczesnej gospodarki rynkowej, w którym jest przekazywany między podmiotami gospodarczymi dla pełnej realizacji gospodarczych funkcji. Nieocenioną rolę w wypełnianiu funkcji pieniądza odgrywają także instytucje finansowe, będące pośrednikiem pomiędzy dawcami i biorcami kapitału. Celem niniejszego artykułu jest wykazanie, że to właśnie ewolucja i zakłócenia tradycyjnych funkcji pieniądza oraz instytucji stały się jednymi z czynników kryzysu.

1. Pieniądź jako prawo

Wokół funkcji pieniądza ekonomiści przez lata toczyli spory¹, ale gdy bliżej się im przyjrzymy, dochodzimy do wniosku, że slogan „pieniądz to specyficzny towar będący ekwiwalentem wszystkich innych towarów” jest w gruncie rzeczy mylący. To skrót myślowy, który jednak prowadzi na manowce, wywołuje złudny pogląd, że pieniądź jest czymś, co ma samoistną własną wartość jak pralka, lodówka, samochód czy bułka. Wartość wymienionych towarów wynika z tego, że możemy zrobić

* Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania.

¹ R. Bartkowiak, *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2003.

pranie, zabezpieczyć żywność przed zepsuciem, przemieszczać się swobodnie i szybko z miejsca na miejsce, czy po prostu zrobić sobie śniadanie. Ale z pieniądzem tak nie jest, on ma wartość tylko w momencie dokonywania zakupu tych towarów – jego wartość zostaje określona dopiero i tylko w procesie realizacji transakcji – pieniądź sam jako taki wartości nie ma; to, że ją ma jest po prostu złudzeniem, wynikiem pewnej konwencji.

Najlepiej uwidacznia to pieniądź stanowiący zapis na koncie – jest tylko zapisem, o tym ile jest ten zapis wart, przekonujemy się, gdy płacimy kartą. W. Mosler, praktyk finansista, w swojej kontrowersyjnej, ale zawierającej dużo ciekawych spostrzeżeń, książce mówi wprost: „dolary i obligacje to nic innego jak »konta«, które z kolei są niczym innym, jak cyframi, które rząd wpisuje we własne księgi”². Istnieje powszechny pogląd, że własną wartość ma pieniądź kruszcowy. Ale to też jest pogląd błędny. Także wartość pieniądza kruszcowego jako pieniądza zostaje określona w momencie zakupu, czyli realizacji transakcji. Kruszcem zawarty w pieniądzu ma własną wartość jako metal – często sporo różniącą się od nominału na nim wybitego – ma jednak tę wartość tylko po przetopieniu, natomiast w funkcji pieniężnej wartość pieniądza jest określona tak, jak pieniądza papierowego czy skrypturalnego (jako zapisu na koncie): dopiero wtedy, gdy dokonujemy transakcji zakupu.

Prowadzi to do wniosku, że w gruncie rzeczy ekonomiczną funkcję pieniądza można sprowadzić do jednego krótkiego sformułowania:

Pieniądź to **prawo** do nabywania dóbr i usług; jest to tylko specyficzne narzędzie ekonomiczne, dające jego posiadaczowi prawo do otrzymania części tego, co społeczeństwo wytworzyło.

Taka jest podstawowa, syntetyzująca inne ekonomiczne role funkcja pieniądza: to specyficzny dokument, dający uprawnienie osobie go posiadającej do otrzymania części wytworzonych dóbr, usług lub majątku. Przyjrzyjmy się, jakie są konsekwencje interpretowania pieniądza jako prawa. Członkowie społeczności zatrudnieni na przykład w przedsiębiorstwach wytwarzających różne dobra lub usługi otrzymują pieniądze za wykonywaną pracę; pracodawca przekazując swojemu pracownikowi określoną ilość środków pieniężnych za wykonaną pracę, dzięki której powstała określona ilość jakichś dóbr, daje mu prawo do otrzymania określonej ilości tych samych lub innych dóbr wytworzonych w tej gospodarce. Na przykład, dając mu 1 tys. PLN, daje

² W. Mosler, *Siedem śmiertelnie niewinnych oszustw polityki ekonomicznej*, Boiling Frog Publishing House, Warszawski Instytut Nowoczesnej Teorii Monetarniej, Warszawa 2014, s. 57.

mu prawo do kupienia telewizora wycenianego na 1 tys. PLN. Z kolei sam przedsiębiorca, sprzedając produkty lub usługi, w których wytwarzanie zaangażowani są jego pracownicy, otrzymuje od nabywców tych dóbr prawo do kupowania innych dóbr i usług, część tych praw przekazuje swoim pracownikom, część zachowuje dla siebie i wykorzystuje je na różne cele lub odkłada na przyszłość. W ten sposób prawo to jest przekazywane od podmiotu do podmiotu i cyркуluje w gospodarce.

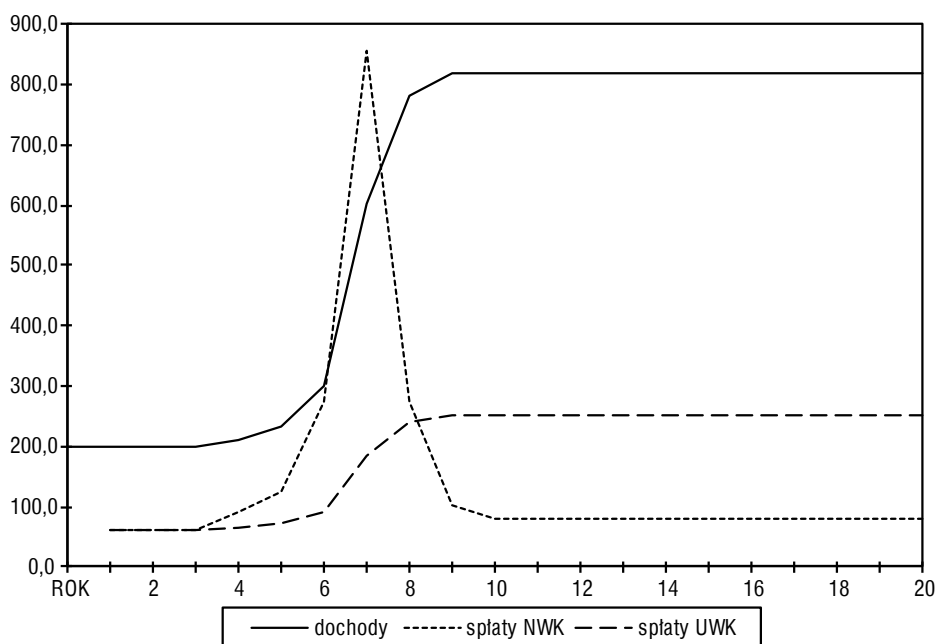
Jest to niby oczywiste, ale tylko na pozór nie wnosi nic nowego. Zauważmy bowiem, że jeśli ktoś otrzymane prawo do nabycia telewizora aktualnie kosztującego 1 tys. PLN odłoży na przyszłość, przekazując je bankowi, to w warunkach inflacji bank w przyszłości powinien mu oddać ten sam pieniądz, czyli to samo prawo, zatem jeśli po roku telewizor kosztuje 1,1 tys. PLN, bo inflacja wynosiła 10%, to deponent wyjmujący pieniądze z konta powinien dostać od banku co najmniej równowartość ceny tego telewizora. Zobaczmy, jakie to rozumienie pieniądza ma konsekwencje. W ramach obowiązującej ortodoksji powie się, że przecież dostaje z powrotem kwotę z odsetkami, a więc 1 tys. plus odsetki, na przykład 11%, czyli 110, bo na stopę procentową składa się 10% kompensujące inflację i dodatkowo 1%, czy 10 PLN jako zapłata za odłożenie konsumpcji. Ale czy tak to powinniśmy interpretować? Rzecz w tym, że to, co jest jego, to prawo do kupienia telewizora, to był jego „kapitał”, zatem powinien dostać z powrotem 1,1 tys. PLN zwrotu zwaloryzowanego kapitału, a na to powinien być nałożony 1% za odłożenie konsumpcji, jako narzut na zwaloryzowany kapitał, zatem powinien dostać nieco więcej, bo 1111 PLN – o 1 PLN więcej.

Taka interpretacja prowadzi w wypadku depozytów do wyniku nieco innego niż to, co wynika z tradycyjnego sposobu interpretowania pieniądza – tak zwanej „zasady nominalizmu”, według której pieniądz ma wartość samą w sobie, określoną przez jego nominal i na tę wartość nakładamy oprocentowanie będące sumą dwóch składników: kompensaty inflacji i wynagrodzenia za odłożenie konsumpcji. W wypadku kredytów zamiast tego drugiego elementu mamy jakąś procentową miarę ryzyka, kompensatę za ryzyko, różną zależnie od instrumentu kredytowania, osoby kredytowanej oraz solidności, wiarygodności zabezpieczeń.

Jak udowodniłem³, zasada waloryzacji kapitału pozwala sformułować lepszą od tradycyjnie stosowanej, zgodnej z praktycznie wykorzystywanymi podręcznikowymi wzorami na tzw. regułę annuitetową, metodę spłaty kredytu – stabilniejszą, zabezpieczającą kredytobiorcę przed nadmiernym obciążeniem w razie gwałtownego skoku inflacji w wymiarze realnym, a zarazem korzystniejszą dla systemu finansowego, gdyż zapewniającą stabilny realnie dopływ pieniędzy – ilustruje to rysunek 1.

³ J. Żyżyński, *Pieniądz a transformacja gospodarki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 1998.

Rysunek 1. Spłaty odsetek w warunkach skoku inflacyjnego metodą annuitetową zakładającą niezmienną nominalną wartość kapitału (NWK) oraz metodą zakładającą waloryzację kapitału (UWK)



Źródło: Opracowanie własne.

W tym przykładzie założono, że w czwartym roku pojawiła się inflacja i w kolejnych latach wynosiła: 5%, 10%, 30%, 100%, 30%, 5% i od 10. roku ceny zostały ustabilizowane – odzwierciedla to równoległy ze wzrostem cen wzrost dochodu kredytobiorcy. W tradycyjnie stosowanej annuitetowej metodzie spłaty kapitału z oprocentowaniem korygowanym stosownie do zmieniającej się inflacji następuje gwałtowny skok obciążenia kredytobiorcy, obciążenie może nawet przekraczać jego dochody, co ilustruje linia kropkowana na wykresie – w takiej sytuacji kredytobiorca może zbankrutować, jeśli nie ma innych aktywów, którymi mógłby pokryć zwiększone obciążenie. Po ustaniu inflacji jego obciążenie maleje do poprzedniego nominalnego poziomu – ale kredytodawca (bank) ma od tego momentu znacznie obniżone wpływy. Natomiast metoda uaktualniająca wartość kapitału stosownie do zmieniającej się realnej wartości pieniądza, zatem zgodna z podstawową zdefiniowaną tu funkcją pieniądza jako prawa do nabywania dóbr i usług, czyli zachowująca poprzez waloryzację to prawo, pozwala na obciążenie harmonijnie dostosowujące się do inflacji i zapewniające po jej ustaniu dopływ środków do kredytobiorcy realnie niezmienny, stabilizujący zatem jego pozycję finansową.

Z interpretacji pieniądza jako prawa wynika zatem bezpośrednio zasada waloryzacji kapitału pieniężnego, czyli środków zgromadzonych na kontach i kwot stanowiących zobowiązanie. Gdyby zasada ta była realizowana, to mielibyśmy ważny instrument stabilizujący realną wartość strumieni pieniędzy bez względu na inflację – dla procesów spłaty kapitału inflacja staje się zatem czynnikiem obojętnym.

Zauważmy, że ta interpretacja pieniądza dotyczy także walut zagranicznych. Gdy dysponujemy określoną kwotą euro, na przykład unijnych środków pomocowych, to jest to nic innego jak prawo do nabycia określonej ilości dóbr i usług w strefie euro. Realizując eksport, czyli sprzedając za granicą wytworzone w kraju dobra i usługi, pozyskujemy waluty zagraniczne, czyli prawa do nabywania dóbr i usług za granicą. Jeśli wszystkie wykorzystamy, to mamy równowagę w wymianie z zagranicą, import zrównoważył eksport, wszystkie pozyskane prawa wykorzystaliśmy. Gdy nie wykorzystamy wszystkich tych praw na zakupy za granicą, to mamy dodatni bilans handlowy i gromadzimy nadwyżkę tzw. rezerw walutowych – może być ona zatrzymana w skarbcach banków, w szczególności w banku centralnym, albo wykorzystana do operacji o charakterze finansowym – na przykład udzielania pożyczek innym krajom⁴ i uzależniania ich, albo na zakupy majątkowe, czyli przejęcia aktywów innych krajów. Jeśli natomiast mamy deficyt handlowy, czyli zaimportowaliśmy więcej niż wyniósł nasz eksport, to znaczy, że musieliśmy pozyskać waluty zagraniczne w wyniku innych operacji, tzw. operacji finansowych i majątkowych⁵ – ujmuje je bilans płatniczy kraju.

Związek tych wzajemnych wymian środków walutowych ze sferą realną harmonizuje się poprzez kurs walutowy – określa on relację wymiany naszych praw do nabywania naszych dóbr i usług z prawami podmiotów zagranicznych do nabywania dóbr i usług w ich krajach. Jak łatwo zauważyć, prowadzi to prosto do wniosku, że dla realnych procesów gospodarczych podstawowe znaczenie powinien mieć kurs według parytetów siły nabywczej (*purchasing power parity*), czyli wynikający z relacji cen w różnych krajach. Jednakże w tych procesach wymiany waluty same stają się towarami, pojawia się ich podaż w wyniku eksportu i popyt ze strony chętnych do sprowadzania dóbr i usług z zagranicy; popyt i podaż generują inne podmioty,

⁴ Pożyczka własnych środków nadwyżkowych innemu krajowi – tak jak na przykład wtedy, gdy Niemcy kupują obligacje skarbowe Grecji, finansując jej deficyt – jest zatem taką ofertą wprost: kupujcie nasze towary, których sami nie wykupiliśmy, bo wzrost płac był u nas wolniejszy niż wzrost wydajności pracy. Ta oferta nie jest wyrazem uprzejmości, lecz z jednej strony jest koniecznością, by domknąć bilanse makroekonomiczne i by nie powstawały zapasy niewykupionych dóbr, z drugiej strony pozwala uzależnić pożyczkobiorcę od pożyczkodawcy – a to ma dalej idące konsekwencje polityczne.

⁵ Wyprowadzając na rzecz podmiotów zagranicznych majątek, na przykład w ramach procesu prywatyzacji albo sprzedaży akcji na giełdzie, sprzedając obligacje lub zadłużając się za pomocą innych instrumentów finansowych.

realizujące transakcje na rynkach innych niż rynki dóbr i usług, przede wszystkim rynkach kapitałowych, rynkach nieruchomości itd. W rezultacie kurs parytetowy zwykle różni się od kursu rynkowego, ukształtowanego przez te bardzo złożone wpływy i oddziaływania rynkowe – różnica ta jest nazywana „dysparytetem” i jeśli według kursu rynkowego pieniądz jest słabszy niż wynika to z parytetu siły nabywczej, to dysparytet ma wartość ujemną. Poniższa tabela ukazuje relacje kursów rynkowych i parytetowych oraz wynikające z tego dysparytety.

Tabela 1. Kursy walutowe i dysparytety PLN, EUR, USD

Kursy, dysparytety	2008	2010	2011	2012	2013	2014
PLN/USD kurs rynkowy	2,41	3,02	2,96	3,26	3,16	3,15
PLN/USD kurs ppp	1,85	1,82	1,83	1,83	1,82	1,81
dysparytet PLN/USD %	-23	-40	-38	-44	-42	-43
PLN/EUR kurs rynkowy	3,52	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18
PLN/EUR kurs ppp	2,28	2,30	2,34	2,34	2,33	2,33
dysparytet PLN/EUR %	-35	-43	-43	-44	-44	-44
EUR/USD kurs rynkowy	0,69	0,75	0,72	0,78	0,75	0,75
EUR/USD kurs ppp	0,81	0,79	0,78	0,78	0,78	0,78
dysparytet EUR/USD %	18	5	9	0	4	3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS (kursy rynkowe); *Prices and Purchasing Power Parities*, OECD, http://stats.oecd.org/Index.aspx?Datasetcode=SNA_TABLE4.

Zauważmy, że ujemny znak dysparytetu oznacza niedowartościowanie rynkowe złotego, zarówno w stosunku do dolara jak i do euro – to cecha krajów biednych, sprzyja eksportowi; z drugiej strony dodatni znak dysparytetu oznacza przewartościowanie rynkowe euro – generalnie dysparytet dodatni to cecha krajów bogatych⁶, ale szkodzi eksportowi, za to stawia w korzystnych warunkach importerów.

Trzeba však zwrócić uwagę, że wysoki ujemny dysparytet oznacza z jednej strony, iż popyt na obcą walutę w danym kraju jest dużo większy niż wynikałoby to z potrzeb wymiany towarowej z zagranicą, a z drugiej strony jest miarą tego, jaką część swoich

⁶ Swego rodzaju namiastką kursu parytetowego jest tzw. Big-Mac Index, publikowany przez „The Economist”. Według publikowanego Big Mac Index za styczeń 2015 r. przewartościowanie, czyli dysparytet dodatni w stosunku do dolara charakteryzowało waluty Szwajcarii (57,5%), Norwegii (31,5%), Danii (12,2%), Brazylii (8,7%) oraz Szwecji (3,7%). Euro było niedowartościowane (-11%). Natomiast niedowartościowanie złotego było wysokie (-48,2%), nieco większe niż waluty Chin (-42,2%), Czech (-39,1%) i Węgier (-33,8%). Największe niedowartościowanie pieniądza na liście opublikowanych krajów miały Ukraina (-74,9%) oraz Rosja (-71,5%). Zob. <http://www.economist.com/content/big-mac-index>.

dochodów muszą obywatele danego kraju poświęcić, by mieć możliwość nabywania dóbr i usług za granicą – gdy na przykład udają się tam w celach turystycznych⁷.

2. Kryzys funkcji pieniądza

Pieniądz jako prawo (tak, czy inaczej – prawo, choć niewłaściwie, jak wyżej pokażę, realizowane) do nabywania dóbr i usług staje się narzędziem realizacji transakcji wymiany, jego ilość niezbędna po to, by te transakcje były skutecznie, sprawnie przeprowadzane, jest dana klasycznym wzorem Irvinga Fishera:

$$MV = PQ$$

gdzie:

M – wielkość zasobu pieniądza transakcyjnego,

V – prędkość jego obiegu,

P – średnia cena w gospodarce,

Q – wielkość wolumenu dóbr i usług nabywanych w transakcjach.

Ze wzoru tego wynika wniosek oczywisty, powszechnie znany, że ilość pieniądza transakcyjnego M musi być równa po prostu sumie wartości sprzedawanych i nabywanych dóbr i usług (PQ), podzielonej przez prędkość obiegu pieniądza, określoną przez to, ile razy jednostka pieniężna była średnio wykorzystywana w transakcjach zakupu.

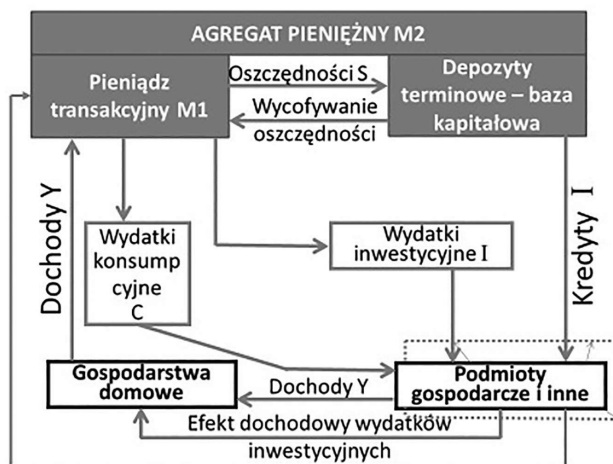
Oczywiście V jest większe od 1, jest oczywiste, że każda jednostka pieniężna jest w ciągu roku wielokrotnie wykorzystywana w transakcjach, zatem realna wielkość agregatu pieniężnego M zależy będzie od tego, co *de facto* tworzy ten wolumen nabywanych za pieniądź dóbr i usług. Gdyby były to tylko po prostu dobra i usługi tworzące PKB, to M powinno być kilkakrotnie niższe od wartości PKB. Tak jednak nie jest, D. Gotz-Kozierkiewicz słusznie przypomina, że w oryginalnym ujęciu I. Fishera

⁷ Warto zauważyć, że problemu tego nie docenia się, dyskutując kwestię przejścia na euro: jak łatwo zauważyć, gdybyśmy przechodzili na euro po kursie paritetowym, to za średnie dochody uzyskiwane w 2014 r. w polskiej gospodarce – 3980 PLN miesięcznie (w sektorze przedsiębiorstw) otrzymalibyśmy 1708 EUR, gdyby natomiast przeliczenie dokonane było według kursu rynkowego (a taką zasadę się przyjmuje), to byłoby to 951 EUR. Ta różnica to miara poświęcenia, jakie byłoby z naszej strony niezbędne za „luksus” posługiwania się walutą emitowaną przez EBC, ale i miara korzyści producentów. Aczkolwiek formalnie przeliczanie i płac, i cen według tego samego wskaźnika nic nie zmienia, ale trudno oczekiwać, by ceny towarów nie dostosowały się szybko do poziomu unijnego – oznaczałoby to wzrost cen o 80%.

mamy nie Q lecz T – wolumen transakcji rynkowych, a do tych transakcji zalicza się także transakcje finansowe⁸.

Bezpośrednia interpretacja ujęcia zaczerpniętego od Fishera jest zatem za wąska, gdyż pieniądź jest wykorzystywany nie tylko do bieżących transakcji, trzeba uwzględnić drugą jego podstawową rolę: funkcję tezauryzacji. Prawo do nabywania dóbr i usług nie musi być wykorzystywane bezpośrednio po otrzymaniu pieniędzy, można je wykorzystać później, przekazując do systemu finansowego, głównie bankowego, który pełniąc funkcję pośrednictwa finansowego przekaże je innym podmiotom, kredytując ich działalność. Dlatego pełniejszym ujęciem realnej roli pieniądza w gospodarce jest jego agregat określany jako M2, który powstaje przez dodanie do pieniądza transakcyjnego M1 drugiej „warstwy” – pieniądza odłożonego w formie depozytów bankowych. Mechanizm kreacji pieniądza M2 pokazuje schemat na rysunku 2.

Rysunek 2. Powstawanie pieniądza M2 jako efekt zarabiania, wydawania i oszczędzania



Źródło: Opracowanie własne.

Ludzie wytwarzają dobra i usługi, zarabiają, wydają i oszczędzają – tak powstaje pieniądź transakcyjny, który funkcjonuje w obiegu i jest trzymany w bankach na rachunkach bieżących – zarówno pieniądź w obiegu, jak z rachunków bieżących wykorzystywane są do zakupów konsumpcyjnych. Część środków z rachunków bieżących jest kierowana na rachunki terminowe, jako pieniądź zaoszczędzony – tak powstają dwie podstawowe części agregatu pieniężnego: „noga transakcyjna” i „noga kapitałowa” zasobu M2. Środki z zasobu skierowanego na depozyty, do „drugiej warstwy”

⁸ D. Gotz-Kozierkiewicz, *Kryzys informacyjnej funkcji pieniądza*, „*Ekonomista*” 2010, nr 4, s. 469.

zasobu pieniądza M2, służą kredytowaniu gospodarki – w ten sposób pieniądź zasila wydatki inwestycyjne.

Ten sposób tworzenia i rozdysponowania pieniądza można uznać za klasyczny i w ekonomicznym sensie „zdrowy” mechanizm służący rozwojowi gospodarstwu i przez setki lat sprawnie funkcjonujący, w okresie powojennym dzięki stabilnym i kontrolowanym instytucjom. W ramach tego mechanizmu działa podstawowa, syntetyczna, funkcja pieniądza jako prawa do nabywania dóbr i usług – na rysunku 2 pokazano realizację tej funkcji pieniądza przez gospodarstwa domowe, poprzez wydatki konsumpcyjne C, i przedsiębiorstwa, poprzez wydatki inwestycyjne I – ostatecznie wszystko trafia do nich jako dochody Y oraz zyski przedsiębiorstw. Wielkość tego zasobu spełnia równanie Fishera, współtworzy tym samym tę logikę gospodarczą, która stała się źródłem sukcesu gospodarki rynkowej.

Niewielkim rozszerzeniem zasobu M2 jest pieniądź M3, który dodatkowo uwzględnia niektóre instrumenty dłużne. Poniższy schemat pokazuje ten „gmach” agregatu pieniężnego dla Polski.

Rysunek 3. „Gmach” polskiego agregatu pieniężnego – 2013 r. (w mld PLN)

M3	986
Dłużne papiery wartościowe	6,2
Operacja z przyrzeczeniem odkupu	10,2
M2	970
Z terminem do 3 miesięcy włącznie	2
Depozyty i inne do 2 lat włącznie	421
M1	548
Depozyty i inne zobowiązania bieżące	429
Pieniądź gotówkowy w obiegu	119

Źródło: Opracowanie własne.

W Polsce ta część zasobu, która tworzy szerszy agregat M3, wykorzystywany w polityce pieniężnej do analizy stanu systemu pieniężnego, ma mniejsze znaczenie, istotniejszy jest agregat M2 – jest on też przedmiotem badań porównawczych. W poniższej tabeli przedstawione zostały wskaźniki relacji M2 do PKB dla wybranych krajów.

Tabela 2. Relacja pieniądza M2 w stosunku do PKB w wybranych krajach uporządkowanych od wartości największej do najmniejszej dla 2013 r.

Kraj	1980	1990	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	PL=100
Luksemburg			588,9	673,8	670,8	683,1	594,0	601,7	536,0	499,1	480,3	483,7	820
Hong Kong			224,4	251,7	274,8	297,4	299,6	324,4	325,3	328,0	335,3	352,7	598
Japonia	142,2	187,4	240,6	206,6	204,0	202,8	209,1	227,0	226,1	238,4	241,2	247,8	420
Holandia	62,2	76,7	128,7	175,0	177,0	183,0	185,6	222,2	226,0	233,0	238,9	212,8	361
Chiny	36,8	78,6	137,0	153,0	159,8	151,8	151,3	179,0	180,8	180,0	187,6	194,5	330
Portugalia			113,6	107,2	111,0	121,7	144,8	176,1	186,1	202,5	198,5	185,0	314
Szwajcaria	90,6	103,0	115,5	136,7	134,8	130,8	130,5	151,4	154,6	168,3	188,0	182,3	309
Hiszpania			95,3	137,7	161,8	179,9	189,2	210,1	212,0	204,8	193,9	178,1	302
Austria			139,1	161,6	166,7	175,8	191,1	201,9	193,6	187,1	175,5	164,7	279
Niemcy			164,3	176,4	176,5	177,1	181,9	193,4	184,2	178,6	173,3	158,9	269
Włochy	73,1	60,3	78,8	91,1	96,3	109,6	121,5	140,9	152,5	153,6	165,1	156,9	266
Francja			97,9	114,4	119,8	129,2	135,8	145,9	150,2	158,5	157,8	151,1	256
W. Brytania	30,6	87,1	101,2	122,5	132,1	145,0	166,6	178,4	177,0	163,5	161,6	150,9	256
Irlandia	44,3	43,7	107,3	201,4	227,5	225,8	200,6	232,4	191,5	167,9	160,8	147,8	251
Belgia			119,1	120,1	120,1	122,3	125,4	140,9	136,2	134,1	136,5	134,4	228
Finlandia	40,7	52,4	64,5	81,3	85,8	89,0	96,2	108,1	110,6	114,8	117,9	115,1	195
Grecja				89,0	89,3	94,3	104,9	115,5	108,0	97,9	100,1	107,8	183
USA	69,4	71,0	68,3	71,9	74,1	79,2	84,3	90,4	84,8	87,1	87,4	88,4	150
Szwecja	51,1	42,2	38,2	71,6	77,0	87,5	86,9	99,8	85,0	87,1	85,2	85,7	145
Albania			61,8	68,7	74,4	78,3	75,5	75,7	79,5	81,8	82,1	84,1	143
Bułgaria			34,8	54,8	61,1	67,5	64,3	69,9	72,0	75,6	79,6	83,8	142
Czechy			60,9	55,7	58,4	62,1	67,3	72,1	72,8	74,2	77,3	77,0	131
Dania	42,1	57,0	45,1	62,1	64,1	69,8	80,2	92,3	83,9	74,3	74,6	72,1	122
Słowenia			44,1	52,8	53,0	63,8	63,2	76,9	82,7	80,7	76,3	71,9	122
Chorwacja			40,3	57,7	62,5	67,5	65,3	68,7	78,5	78,2	80,7	69,8	118
Estonia			27,9	62,5	60,8	55,9	56,0	60,2	59,6	68,4	67,4	66,7	113
Ukraina			18,6	44,0	48,0	55,0	54,4	53,4	55,2	52,6	54,9	62,5	106
Węgry			45,0	51,3	54,0	56,6	58,0	63,0	63,5	64,9	60,9	61,5	104
Polska		31,8	40,5	43,4	46,7	47,4	52,3	53,7	55,4	57,9	57,9	59,0	100
Rosja			21,5	33,4	37,6	42,8	39,4	49,2	51,4	51,5	51,5	55,8	95
Litwa			22,9	41,0	43,7	44,6	39,5	48,6	50,9	47,5	47,4	47,3	80
Łotwa			27,8	43,3	49,3	42,7	37,3	44,9	51,4	46,7	44,1	43,0	73

Uwaga: Liczby pogrubione – wartości maksymalne dla poszczególnych krajów.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Money and quasi money (M2) as % of GDP*, <http://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.MQMY.GD.ZS>.

Jak widzimy, relacja pieniądza M2 do PKB jest bardzo różna, zależy ona od poziomu inflacji i wielu innych czynników, ale przede wszystkim od pozycji systemów bankowych w świecie międzynarodowej bankowości – dlatego najwyższe wartości ma wskaźnik w tych krajach, gdzie systemy bankowe mają silną pozycję światową – w Luksemburgu, Hong Kongu czy Japonii. Jest oczywiste, że najniższą ma wartość dla krajów postkomunistycznych, gdzie systemy bankowe dopiero budują swoje struktury i pozycje w gospodarce po okresie komunizmu, gdy nie pełniły one właściwej rynkowej roli – a jako że właściwie wciąż są w trakcie transformacji, także zasób pieniądza rośnie powoli – i można postawić tezę, że na potrzeby gospodarki stanowiącej część gospodarczej struktury krajów zjednoczonych w ramach Unii Europejskiej, jest on za mały⁹.

Jest jednak charakterystyczne, że stosunkowo niską wartość ma relacja M2 do PKB w USA i takich krajach jak Szwecja, Dania. Wynika to z większego znaczenia innych form aktywów pieniężnych, zaliczanych do wyższych „warstw” agregatu pieniężnego. W USA miarą podaży pieniądza jest bardziej M3, różniące się od M2 o długoterminowe depozyty (certyfikaty depozytowe CD-sy), aktywa funduszy inwestycyjnych (*mutual funds*) oraz depozyty eurodolarowe i transakcje warunkowe, podobnie jak w Polsce, tylko że ich waga jest znacznie wyższa; a ponadto definiuje się pieniądz M4 – wynikający z dodatkowego uwzględnienia papierów dłużnych, instrumentów komercyjnych emitowanych przez przedsiębiorstwa.

Wspólną cechą wszystkich krajów było jednak to, że w latach 80. relacja agregatu M2 do PKB była znacznie niższa: w Holandii od 60% do niecałych 80%, w Szwajcarii od 90% do nieco ponad 100% (tyle, co obecnie w Grecji), a w Wielkiej Brytanii od 30% do ponad 80%; w USA ok 70% itd. W latach 90. i od 2000 r. wielkość zasobu pieniądza zaczęła szybko rosnąć, w niektórych krajach prawie, a nawet ponad dwukrotnie przekraczając relację do PKB z lat 80. W większości krajów najwyższą wartość wskaźnik osiągnął w 2009 r.; sukcesywnie rósł w krajach pokomunistycznych, a szczególnie w Chinach.

Lata 90. i cały okres od początku XXI w. to czas kwitnącej i rozszerzającej się finansyzacji, w której nie tylko coraz większą rolę w gospodarce krajów zachodnich, a zwłaszcza w USA, odgrywają instrumenty pochodne. Znamieniem ewolucji, jaka dokonywała się w gospodarce krajów zachodnich, był ogólny wzrost operacji finansowych i uzależnienia gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, rządów od sektora

⁹ W artykule J. Żyżyński, *Pieniądz egzogeniczny jako baza dla emerytur kapitałowych*, w: *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, red. Jan Czekaj, Stanisław Owsiak, PWE, Warszawa 2014, s. 284 – postawiona została teza, że ta relatywnie niska relacja wielkości zasobu pieniądza M2 do PKB jest błędem transformacji i w wypadku Polski zasób ten powinien być odbudowany dla z jednej strony dostarczenia środków dla emerytur kapitałowych, z drugiej dla finansowania reindustrializacji gospodarki.

finansowego – który uzależnia długiem i sam generuje instrumenty tego zadłużania wewnątrz sektora finansowego.

W USA od roku 1979 do 2005 PKB wzrósł 4,9 raza (z 2563,3 do 12 455,8 bln USD), a w tym czasie ogólny dług na rynkach kredytowych wzrósł 9,6 raza, w efekcie relacja ogólnego długu do PKB wzrosła dwukrotnie: z 167% do 329%, a ogólny dług sektora finansowego wzrósł 26-krotnie¹⁰. Udział zadłużenia sektora finansowego w ogólnym długu zwiększył się 2,7 raza z 11,8% do 31,5%, podczas gdy udział zadłużenia sektora niefinansowego w ogólnym zadłużeniu zmniejszył się z 88,2% do 68,5%. To są wszak udziały w gigantycznym wzroście ogólnego długu. W wyniku ogólnego narastania zadłużenia dług krajowego sektora niefinansowego wzrósł 7,4 raza (przy wzroście PKB 4,9 raza), a konsumpcyjny kredyt odnawialny 15,4 raza (jako efekt rozwoju technologii wykorzystywania instrumentów dłużnych – kart kredytowych); zadłużenie kredytem odnawialnym wzrosło 7,3 raza, w efekcie relacja tego długu do PKB zwiększyła się z 140% do ponad 200%, półtorakrotnie. Szczególnie dynamicznie rosło zadłużenie hipoteczne: z 1330 bln USD do 12 149 bln USD – ponad dziewięć razy. Jak dzisiaj wiemy, te długi hipoteczne, obciążone gigantycznym ryzykiem, doprowadziły do kryzysu.

Mamy więc do czynienia ze zjawiskiem w pewnym sensie nowym i osobliwym: po to, by zadłużyć, sektor finansowy generuje instrumenty zadłużania inne niż pieniądź – stąd dynamika długu samego sektora finansowego jest znacznie wyższa niż dynamika PKB, dynamika wzrostu podaży pieniądza i zadłużenia innych sektorów – ale na końcu i tak pojawia się pieniądź – tyle, że przejmowany przez tenże sektor finansowy.

Tak dochodzi do swoistego paradoksu: pieniądź w osobliwy sposób „wyradza się” ze swojej roli, jest już nie tylko prawem do nabywania dóbr i usług, ale i do nabywania samego siebie – staje się prawem do nabywania pieniądza. Jak zauważa R. Shiller w książce *Finanse i dobrobyt społeczny*, „wielu ludzi w sektorze finansowym koncentruje się na robieniu pieniędzy”¹¹. Ale cóż oznacza zatem to „robienie pieniędzy” – zawsze chodzi o to, by zdobyć jak najwięcej praw do nabywania dóbr i usług – skoro w ujęciu klasycznym Fishera liczba tych praw jest dość ściśle określona, odpowiada po prostu ilości wyprodukowanych przez społeczeństwo dóbr i usług, to „robiąc wielkie pieniądze” przez wykorzystywanie pieniądza do robienia pieniędzy, wyrrywamy społeczeństwu część tych praw. Można powiedzieć co prawda, że istotą gospodarki rynkowej w ogóle nie jest nic innego, jak dążenie uczestników rynku do „wyrywania”

¹⁰ Te dane i następne z: Thomas L. Palley, *Financialization: What It Is and Why It Matters*, The Levy Economics Institute od Bard College, „Working Paper” 2007, No. 525, Washington.

¹¹ Cyt. za E. Mączyńska, *Brzydota i piękno świata finansów*, wywiad R. Wosia, „Dziennik Gazeta Prawna” 30.01.2015, s. A28.

społeczeństwu praw do nabywania tego, co ono produkuje. Ale jeśli robione jest to przez dokładanie się do tej puli dóbr i usług, to staje się to swego rodzaju współudziałem, przystąpieniem do gry na partnerskich warunkach z innymi członkami społeczności. Każdy uczestnik „zdrowego” systemu rynkowego oferuje społeczeństwu coś, co jego członkowie potrzebują – sprzedaje smacznie wypieczony chleb, usługę naprawiania samochodu, komputer, buduje komuś dom – by otrzymać w zamian część praw do nabywania innych dóbr i usług. Wszyscy się w ten sposób wzbogacają, bo pieniądz zostaje przekazany w zamian za wytworzenie wartości realnych. Ale jeśli nic takiego się społeczeństwu nie oferuje, to jest to bardziej coś na kształt rabunku, a pieniądz nie jest prawem do nabywania dóbr i usług – jest narzędziem rabowania tego prawa innym. Można też powiedzieć, że kryzys funkcji pieniądza jako prawa ma swoje szerokie konsekwencje w kryzysie jego funkcji informacyjnej¹² – funkcja informacyjna to jakby drugie oblicze funkcji pieniądza jako prawa.

3. Kryzys instytucji

Brak rozumienia funkcji pieniądza jako prawa i popadanie w swoistą ułudę, że pieniądz sam w sobie ma wartość, prowadzi do wielu nieporozumień i działań, które ostatecznie spowodowały kryzys szeroko rozumianych instytucji współczesnej gospodarki – przede wszystkim instytucji finansowych, które powinny pełnić służebną rolę przekaznika, pośrednika w przenoszeniu tego prawa między różnymi podmiotami gospodarczymi, czyli tymi, którzy wytwarzają realne wartości budujące bogactwo, pomyślność społeczeństwa.

Jednym z efektów nierozumienia funkcji pieniądza jako prawa jest stawianie instytucjom publicznym za cel osiągnięcia nadwyżki budżetowej. Jest to oczywisty błąd, bo oznacza, że społeczeństwo oddało władzy publicznej część swoich uprawnień do nabywania dóbr i usług, a państwo ich nie wykorzystało, zatem część tego, co społeczeństwo wyprodukowało, nie została wykupiona – oznacza to ogólną stratę. Polityka *austerity* narzucona krajom przez gremia decyzyjne międzynarodowych instytucji politycznych i finansowych, bezrefleksyjnie przyjęta przez rządy większości państw, okazała się zgubna, pogłębiła kryzys, gdyż *de facto* źródłem kryzysu nie były deficyty budżetowe, naturalny element równowagi makroekonomicznej¹³, lecz

¹² D. Gotz-Kozierkiewicz, op.cit., s. 467–480.

¹³ K. Łaski, *Mity i rzeczywistość w polityce gospodarczej i w nauczaniu ekonomii*, INE PAN, Wydawnictwo Fundacja Innowacja, Wyższa Szkoła Społeczno-Ekonomiczna w Warszawie, Warszawa 2009.

nadmierne wydatki podmiotów gospodarczych finansowane długiem (*overspending*), wynikającym nie z naturalnego wchłaniania oszczędności podmiotów gospodarczych w ramach pośrednictwa finansowego, lecz przez sztuczne generowanie zadłużenia w systemie¹⁴, w którym pieniądź „wyrodził się” ze swojej funkcji ekonomicznej¹⁵. Jak dowodzi V.K. Borooah, w Europie te szkodliwe procesy zostały wzmocnione przez fakt, że reżim wspólnej waluty został pozbawiony zarówno automatycznych sygnałów, które ostrzegałyby o tych niekorzystnych tendencjach, jak i mechanizmów dostosowawczych, jakie funkcjonują wtedy, gdy państwa mają własne waluty.

Kryzys instytucji zaczyna się od zmiany filozofii myślenia o sprawach ekonomicznych, jaka miała miejsce od przełomu lat 70. i 80. XX w. Największe piętno kryzys wywarł na obszar instytucji finansowych, ich relacje z przedsiębiorstwami, państwem, gospodarstwami domowymi, jak i w instytucjonalnych relacjach wewnętrznych – one były bezpośrednim źródłem kryzysu. Instytucjonalny kształt współczesnego sektora finansowego jest zdeterminowany przez następujące procesy:

- uniwersalizacja banków (działanie na wielu polach aktywności finansowej),
- dynamiczny wzrost wykorzystywania nowych instrumentów finansowych (pochodnych),
- korporacyjna forma instytucji finansowych (interesu akcjonariusza – dywidenda i kurs akcji),
- dywersyfikacja i przenoszenie ryzyka poza instytucje (często do wyspecjalizowanych spółek),
- upadek roli banków jako instytucji zaufania publicznego.

Najważniejsze rozwiązanie instytucjonalne ciężące na współczesnym systemie finansowym to odejście od amerykańskiej ustawy Glass-Steagall Act. R. Petru ma rację, że ustawa ta stała na przeszkodzie obecnemu żywołowemu rozwojowi rynków finansowych¹⁶ – aczkolwiek dotyczyła Stanów Zjednoczonych, to przecież miała wpływ na najpotężniejszą gospodarkę i największy system finansowy.

Jednak Petru jest w błędzie sądząc, że jej zniesienie było korzystne dla rozwoju światowej gospodarki. Z ustawą Glass-Steagall Act wiąże się wiele nieporozumień, nie docenia się, że miała ona kluczowe znaczenie dla stabilności systemu bankowego. Została wprowadzona przez Kongres Stanów Zjednoczonych w 1933 r., po wielkim kryzysie, i jej istotą, podstawowym sensem było:

¹⁴ Jest to uczenie nazywane „nadmiernym wykorzystywaniem dźwigni finansowej” – i to przez same instytucje finansowe.

¹⁵ V.K. Borooah, *Europe in an Age of Austerity*, Palgrave Macmillan, 2014.

¹⁶ Bezpośrednio ustawa ta blokowała przejście grupy ubezpieczeniowo-inwestycyjnej Travellers Group przez grupę bankową Citicorp. w 1999 r.; R. Petru, *Koniec wolnego rynku? Geneza kryzysu*, Narodowe Centrum Kultury, Warszawa 2014, s. 36.

- rozdzielenie operacji bankowych – handlowych (*commercial banking*) i inwestycyjnych (*investment banking*),
- zakazanie bankom płacenia odsetek od wkładów bieżących (płatnych na życzenie),
- uzyskanie przez FED uprawnienia do określenia maksymalnego poziomu oprocentowania depozytów bankowych (*interest rate ceilings*),
- zakazanie bankom gwarantowania emisji papierów wartościowych, kupowania ich na własny rachunek i przyjmowania do grona członków organizacji przeprowadzających transakcje z wykorzystaniem papierów wartościowych,
- zakaz wykorzystania kredytu otrzymanego od FED dla celów spekulacyjnych¹⁷.

Dzięki tym zasadom system bankowy funkcjonował bez zakłóceń, zmaksymalizowane zostało bezpieczeństwo wkładów depozytowych, a co najważniejsze – pełnił on służebną rolę wobec gospodarki i sprawnie realizował podstawową funkcję pieniądza. Najważniejszy był zakaz łączenia działalności komercyjnej banków z bankowością inwestycyjną. Jednocześnie banki inwestycyjne miały zakaz podejmowania czynności zarezerwowanych dla banków handlowych, co jak twierdzi F.S. Mishkin, chroniło je przed konkurencją¹⁸ – ale nie to było istotą tego rozwiązania.

Istotą ograniczeń narzuconych ustawą Glassa i Steagalla było zasadnicze pozbawienie banków możliwości wykorzystywania pieniędzy deponentów na operacje ryzykowne, takie które mogą spowodować drastyczny spadek wartości aktywów w wyniku osłabnięcia koniunktury na rynku kapitałowym. W ramach tradycyjnej działalności bankowej bank wykorzystuje pieniądze deponentów, które są jego zobowiązaniami zapisanymi w pasywach, do udzielania kredytów. W efekcie środki deponentów najpierw są odnotowane w pasywach jako gotówka, a potem jako kredyt o tej samej wartości i gdy kredyt zostaje spłacony, to gotówka ta wraca do deponenta. Jedyne ryzyko, jakie jest z tym związane, to ryzyko niewypłacalności kredytobiorcy, czyli ryzyko złych kredytów, w normalnych warunkach ekonomicznych raczej niskie, ale oczywiście rosnące w czasach kryzysu i wzrostu stóp procentowych.

Aczkolwiek ta regulacja stabilizowała system, to jednak ograniczała bankom możliwości osiągnięcia zysków, miały bowiem określoną paletę dostępnych instrumentów inwestycyjnych, a jednocześnie obowiązywały je limity (*ceilings*) stóp procentowych i marż. Chciano zarabiać więcej nie tylko na zwykłej działalności banków handlowych (komercyjnych), których rolą jest „przekształcanie” oszczędności biernie lokowanych na kontach depozytowych w aktywnie pracujący pieniądz przekazany w formie kredytów; chciano korzystać z możliwości, jakie daje działalność

¹⁷ R. Walkiewicz, *Bankowość inwestycyjna*, Warszawa 2001.

¹⁸ F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2001, s. 349.

inwestycyjna w obszarach ryzykownych, przede wszystkim na giełdzie i w instrumentach pochodnych.

Naciski podjęte wobec polityków doprowadziły do stopniowego rozmontowania sprawnie funkcjonującego mechanizmu. Deregulacja systemu bankowego następowała co prawda już od 1980 r., została rozpoczęta za kadencji Reagana i kontynuowana aż do kadencji Clintona:

- deregulacją instytucji depozytowych (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act), znoszącą limity dla oprocentowania depozytów,
- ustawą Garn-St. Germain Depository Institutions Act, znoszącą ograniczenia konkurencji na rynku pieniężnym między bankami a funduszami inwestycyjnymi,
- ustawą Gramm–Leach–Bliley Act, uchwaloną za kadencji Clintona, ale jej konsekwencje były wyraźnie widoczne już w latach 90.

Zmiany te umożliwiły bankom rozwinięcie działalności inwestycyjnej polegającej na zakupach akcji na giełdzie i wchodzeniu na rynki innych papierów wartościowych, także instrumentów pochodnych, a nawet inwestycje w nieruchomości czy nawet przejęcia innych przedsiębiorstw, a przede wszystkim inwestycje w różne wyrafinowane instrumenty finansowe, po których oczekiwano wysokich stóp zwrotu w wyniku wzrostu ich wartości. Problem polegał jednak na tym, że w sytuacji kryzysu wartość nowo tworzonych aktywów dramatycznie spadła, rynek zredukował ich wartość, w rezultacie strona aktywna bilansów straciła na wartości, podczas gdy zobowiązania wobec deponentów pozostawały – spełniło się dokładnie to, przed czym miała chronić ustawa Glassa-Steagalla.

Charakterystyczną i instytucjonalnie szczególnie istotną cechą zmian, jakie zachodziły od lat 80. i właściwie wymusiły deregulację amerykańskiej bankowości było to, że banki, jako wielkie, ponadnarodowe korporacje, budowały swoją działalność motywowane przede wszystkim do zwiększania wartości własnych akcji i dywidend wypłacanych akcjonariuszom. Zostały one zmuszone do szukania wszystkich sposobów zarabiania, nawet kosztem utraty wiarygodności wobec klientów – naciągania ich na różne wyrafinowane formy lokowania pieniędzy, innych niż zwykłe terminowe depozyty, dających złudne nadzieje na znacząco wyższe stopy zwrotu. Zachęcano do szerokiego stosowania dźwigni finansowych, czyli zadłużania się w instytucjach finansowych dla zakupu walorów, które są obciążone niemożliwym do rzetelnego oszacowania ryzykiem. To spowodowało upadek reputacji banków i upowszechnianie się opinii, że wbrew oczekiwaniom klientów nie są one instytucjami zaufania publicznego.

Następowała stopniowa erozja zaufania na linii instytucja finansowa – klient i dotyczyła ona nie tylko banków. Fundusze inwestycyjne przedkładały zysk swoich właścicieli nad odpowiedzialność wobec klientów, którzy powierzyli im oszczędności w – jak się okazywało, złudnej – nadziei, że aktywne inwestowanie da znacznie

większe korzyści niż bierne oszczędzanie w bankach. J.C. Bogle stwierdza z goryczą: „orgiastyczna spekulacja, której jesteśmy świadkami, źle służy uczestnikom rynku, służy wyłącznie Wall Street”¹⁹ – i analizuje liczne grzechy współczesnej rozpasanej gospodarki kasyna.

Jak więc widzimy, kryzys w amerykańskim systemie bankowym miał swoje pierwotne źródło w napędzających rozwój systemu finansowego, ale destabilizujących go, deregulacjach. Odejście od systemu banków specjalistycznych, nazywanego też modelem anglosaskim, było tylko otwarciem na ewoluowanie w kierunku zbliżonym do charakteryzującego Europę kontynentalną i Japonię systemu opartego na zasadzie uniwersalizacji działalności bankowej, który przecież – co prawda korygowany złożonym systemem regulacji poszczególnych segmentów działalności, m.in. przez tak zwane „normy ostrożnościowe” – sprawdzał się przez dziesiątki lat, w wielu zresztą krajach, i nie destabilizował gospodarki. W gruncie rzeczy system banków specjalistycznych doprowadził do dynamicznego rozwoju rynku kapitałowego jako alternatywnego w stosunku do kredytów bankowych źródła pozyskiwania środków finansowych oraz do ukształtowania się rozwiniętej giełdy i silnych banków inwestycyjnych, które z czasem podjęły ekspansję także na rynkach kapitałowych za granicą²⁰. Takie silne giełdy, mające kluczowe znaczenie dla finansowania gospodarki, działają właśnie w krajach anglosaskich. Natomiast banki uniwersalne, działając na wielu polach inwestycyjnych, wykorzystują całą gamę różnych instrumentów, mogą zatem straty w jednym obszarze, np. w bankowości inwestycyjnej, wyrównać zyskami wypracowanymi w innym obszarze, np. w działalności kredytowej, dzięki czemu ich wyniki, aczkolwiek ogólnie niższe niż banków specjalistycznych, są bardziej stabilne; instytucje te są mniej narażone na upadłość²¹.

Problem polega zatem na tym, że amerykański system ewoluował w kierunku europejskiego uniwersalizmu, ale był to system, w którym rynek kapitałowy i instytucja giełdy miały o wiele większe znaczenie niż w Europie, gdzie przedsiębiorstwa w większym stopniu korzystają z finansowania własnego lub bankowego i banki są – jak w Niemczech – często silnie zintegrowane organizacyjnie z przedsiębiorstwami (tzw. model nadreński kapitalizmu²²). Po zniesieniu ograniczeń nałożonych ustawą Glassa i Steagalla nastąpiła integracja banków inwestycyjnych z bankami komercyjnymi. Doprowadziło to z jednej strony do powstania gigantów, mających tak wielki wpływ na gospodarkę, że „są za duże, by upaść”, a z drugiej strony, wypracowania

¹⁹ J.C. Bogle, *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*, PTE, Warszawa 2009.

²⁰ E. Gostomski, *Zbieżność modeli systemów bankowych*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Zbieznosc-modeli-systemow-bankowych-1838476.html>, dostęp 2.10.2008.

²¹ Ibidem.

²² M. Albert, *Kapitalizm kontra kapitalizm*, Signum, Kraków 1994.

wyrafinowanych metod sekurytyzacji należności kredytowych i odsprzedaży ich różnym inwestorom, także spoza sektora bankowego, by dokonać transferu ryzyka kredytowego na zewnątrz – za pomocą odpowiednich instrumentów pochodnych, np. tzw. CDS-ów (od *credit default swaps*). Co prawda, w ten sposób banki uwalniają część kapitału zamrożonego w udzielonych kredytach i poprawiają swoją płynność, co otwiera im drogę do udzielania nowych kredytów, ale ryzyko nie ginie, obciąża ono inne podmioty.

Niepożądanym efektem tych głębokich zmian okazał się kryzys zaufania wobec instytucji finansowych i pojawiły się głosy, że zbyt duże korporacje finansowe, które były „dziećmi” okresu deregulacji, powinny zostać jednak podzielone na mniejsze instytucje. Znamienne, że A. Jenkins, Group Chief Executive banku Barclay, przyznał wprost w wywiadzie dla „Financial Times”, że model banku uniwersalnego to już przeszłość (dosłownie: “The universal banking is dead”)²³.

Narasta zatem pesymizm wobec tego „dorobku deregulacji”, gdyż dostrzega się, że stała się ona pośrednio przyczyną obecnego kryzysu. Rodzi się jednak pytanie: czy jakieś głębsze reformy systemu finansowego, cofające te zmiany, które doprowadziły do jego obecnej hipertrofii i oderwania się od realnej gospodarki, w ogóle są możliwe? By udzielić odpowiedzi, trzeba najpierw zapytać, co to znaczy na przykład, że metody sekurytyzacji „uwalniają część kapitału zamrożonego w udzielonych kredytach i poprawiają swoją płynność, co otwiera im drogę do udzielania nowych kredytów”? W jakim celu „uwalniają”, co się z tymi pieniędzmi dzieje i – ważniejsze – czyje są te pieniądze?

Na relacjach między sektorem finansowym a gospodarką realną zaciążyło to, że we współczesnym świecie zmieniona została struktura zależności w procesie kreowania oszczędności i przekształcania ich w kredyty. W układzie zależności, który teraz możemy określić jako tradycyjny i klasyczny, kredytodawcami netto, a więc tymi podmiotami, które dostarczają środków systemowi finansowemu, były gospodarstwa domowe, natomiast kredytobiorcami netto – przedsiębiorstwa, które co prawda finansowały się także z zysku, ale zysk był opodatkowany relatywnie wysoko²⁴, silniejsze były zatem bodźce ku finansowaniu na rynkach finansowych. W wyniku tych zmian

²³ J. Jański, *Koniec ery uniwersalnych banków?*, <http://www.karierawfinansach.pl/w-branzy/arttykul/koniec-ery-uniwersalnych-bankow>, dostęp 27.01.2015.

²⁴ Nie jest powszechnie wiadome, że w USA w okresie od końca lat 50. do końca 70. opodatkowanie podatkiem federalnym zysków przedsiębiorstw (spółek) sięgało ok. 50% (przez prawie 15 lat przekraczało 50%), a potem przez wiele lat kształtowało się na poziomie 45% – podczas gdy opodatkowanie dochodów osób indywidualnych w ramach silnej progresji sięgało dla najbogatszych nawet 90%, a jednocześnie ponad 86% ogółu podatników płaciło podatek nie wyższy niż 20%, prawie 95% nie wyższy niż 25%. Jednocześnie podatnicy poprzez system bodźców podatkowych (*tax incentives*) byli silnie motywowani do oszczędzania i inwestowania swoich dochodów.

kredytodawcami netto stały się po pierwsze, przedsiębiorstwa, które w wyniku redukcji opodatkowania zysków dysponują olbrzymimi wolnymi środkami²⁵, oraz wąska grupa osób bogatych, które koncentrują w swoich rękach znaczną część wypracowywanych we współczesnej gospodarce dochodów. Natomiast kredytobiorcami w coraz większym stopniu stają się gospodarstwa domowe, silnie uzależnione od finansowania zewnętrznego i w coraz mniejszym stopniu zdolne do kreowania oszczędności. Wszystko to sprzyjało uzyskiwaniu coraz silniejszej pozycji przez instytucje finansowe, uzależniające od siebie resztę gospodarki. Jak już powiedziano, w latach 1980–2005, podczas gdy PKB wzrósł 4,9 raza, zadłużenie gospodarstw domowych wzrosło 9,2 raza, sektora niefinansowego 7,4 raza, zaś zadłużenie hipoteczne wzrosło 9-krotnie.

Trudno byłoby znaleźć argumenty na rzecz tezy, że te zmiany strukturalne budujące nową, wciąż umacnianą, pozycję sektora finansowego sprzyjały wzrostowi gospodarczemu. W poniższej tabeli zestawione zostało tempo wzrostu gospodarczego różnych krajów w przedziałach lat.

Tabela 3. Roczne tempo wzrostu krajów

Kraj	Roczna stopa wzrostu PKB (w %)				
	1960–1979	1979–2004	1979–1989	1989–2000	2000–2004
USA	2,2	1,9	2,1	1,9	1,3
Japonia	6,6	2,0	3,1	1,5	0,8
Niemcy	3,3	1,7	1,8	2,0	0,6
Francja	3,4	1,6	1,9	1,7	1,0
Włochy	5,0	1,7	2,3	1,5	0,7
W. Brytania	1,7	2,1	2,2	2	2,1
Kanada	3,0	1,6	1,7	1,6	1,4

Źródło: L. Mishel, J. Bernstein, S. Allegreto, *The State of Working America 2006/2007*, Cornell University Press, Ithaca, NY 2007.

Dane te wyraźnie pokazują, że od roku 1980 sukcesywnie obniżało się tempo wzrostu gospodarczego USA, Japonii, Niemiec, Francji, Włoch, Kanady i jedynie Wielka Brytania utrzymała stabilne tempo ok. 2% rocznie.

²⁵ Często dochodzi do paradoksalnej ekonomicznej sytuacji, że przedsiębiorstwa przemysłowe coraz więcej swojej aktywności kierują na spekulowanie na rynkach finansowych zamiast inwestować w sferze realnej.

Podsumowanie

O systemie finansowym coraz częściej mówi się, że stał się gigantyczną hydrą oplatającą zglobalizowaną gospodarkę – jest tworem globalizacji, żywi się nią i zarazem ją wzmacnia i potęguje. Jan Toporowski przenikliwie zauważył już w 1986 r., że „gmach systemu finansowego, którego budowę rozpoczęto w latach 80., stopniowo ujawniał coraz to nowe pęknięcia”²⁶, słusznie twierdząc, że „rozwiązania kryzysu zadłużeniowego nie można powierzać bankierom”²⁷. Ale czyż współczesny świat sektora finansowego, w którym „finanse finansują głównie finanse”²⁸, nie wymaga nie tylko uzdrawiania od podstaw, naprawiania nie tylko świata finansów, ale też sięgnięcia głębiej do natury pieniądza? To pytanie długo jeszcze pozostawać będzie otwarte.

Bibliografia

- Albert M., *Kapitalizm kontra kapitalizm*, Signum, Kraków 1994.
- Bartkowiak R., *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2003.
- Bogle J.C., *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*, PTE, Warszawa 2009.
- Borooh V.K., *Europe in an Age of Austerity*, Palgrave Macmillan, 2014.
- Gostomski E., *Zbieżność modeli systemów bankowych*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Zbieznosc-modeli-systemow-bankowych-1838476.html>, dostęp 2.10.2008.
- Gotz-Kozierkiewicz D., *Kryzys informacyjnej funkcji pieniądza*, „*Ekonomista*” 2010, nr 4.
- Jański J., *Koniec ery uniwersalnych banków?*, <http://www.karierawfinansach.pl/w-branzy/artukul/koniec-ery-uniwersalnych-bankow>, dostęp 27.01.2015.
- Łaski K., *Mity i rzeczywistość w polityce gospodarczej i w nauczaniu ekonomii*, INE PAN, Wydawnictwo Fundacja Innowacja, Wyższa Szkoła Społeczno-Ekonomiczna w Warszawie, Warszawa 2009.
- Mączyńska E., *Brzydota i piękno świata finansów*, wywiad R.0, „*Dziennik Gazeta Prawna*” 30.01.2015.
- Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2001.

²⁶ J. Toporowski, *Dlaczego gospodarka światowa potrzebuje krachu finansowego*, Książka i Prasa, Warszawa 2012, s. 12.

²⁷ Ibidem, s. 11.

²⁸ Ibidem, s. 158.

- Mosler W., *Siedem śmiertelnie niewinnych oszustw polityki ekonomicznej*, Boiling Frog Publishing House, Warszawski Instytut Nowoczesnej Teorii Monetarnej, Warszawa 2014.
- Palley T.L., *Financialization: What It Is and Why It Matters*, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 525, Washington 2007.
- Petru R., *Koniec wolnego rynku? Geneza kryzysu*, Narodowe Centrum Kultury, Warszawa 2014.
- Toporowski J., *Dlaczego gospodarka światowa potrzebuje krachu finansowego*, Książka i Prasa, Warszawa 2012.
- Walkiewicz R., *Bankowość inwestycyjna*, Warszawa 2001.
- Żyżyński J., *Pieniądz a transformacja gospodarki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 1998.
- Żyżyński J., *Pieniądz egzogeniczny jako baza dla emerytur kapitałowych*, w: *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWE, Warszawa 2014.

Crisis as a Result of Crises of Institutions and Function of Money

The paper analyses transformation of functions of money and addition of a new one. The newest function transforms money from a right to buy goods and services into the right to buy money itself.

Keywords: money, central bank, financial crisis

La crise à la suite des crises des institutions et de la fonction de la monnaie

Le document analyse la transformation des fonctions de la monnaie et l'ajout d'une nouvelle fonction. Cette fonction récente transforme la monnaie du droit d'acheter des biens et services dans le droit d'acheter de la monnaie elle-même.

Mots-clés: la crise financière, la banque centrale, la monnaie

Кризис как результат кризиса функций денег и институтов

В статье анализу подвергаются трансформация функций денег и добавление к ним новых функций. Новейшая функция превращает деньги из права на приобретение товаров и услуг в право на приобретение денег.

Ключевые слова: деньги, центральный банк, финансовый кризис