

*prof. zw. dr hab. Jerzy Żyżyński*<sup>1</sup>

Katedra Gospodarki Narodowej  
Uniwersytet Warszawski

## **Pieniądz i spójność procesów ekonomicznych**<sup>2</sup>

Pieniądz to specyficzny instrument finansowy, to pełniące ważne i wyjątkowe funkcje ekonomiczne medium wymiany, szczególne narzędzie ekonomiczne; mówi się: „ekwiwalent wszystkich towarów”, dzięki któremu funkcjonuje gospodarka świata od czasów, gdy człowiek zaczął na szeroką skalę prowadzić wymianę handlową.

Ale to szczególne medium wymiany obrosło wieloma pseudonaukowymi legendami, jedną z nich jest – kultywowany przez niektórych, słabo wykształconych w ekonomii konserwatystów i różnych innych laików – pogląd, że najlepiej by było, gdyby przywrócony został pieniądz kruszcowy, a w każdym razie co najmniej taki, który byłby wymierny na złoto, jak było przed decyzją prezydenta Nixona o odejściu od stałego paritetu dolara w stosunku do złota, z gwarancją wymiany na ten kruszec przez amerykański bank centralny. To domniemanie, które stało się dla niektórych niemal wyznaniem wiary, jest jednak błędne, bo pieniądz to tylko narzędzie, które może równie dobrze działać, gdy jest kawałkiem papieru albo zapisem elektronicznym. Okazuje się, że w szczególnych momentach historycznych właśnie pieniądz papierowy dowiódł swej użytecznej wartości – jako narzędzia pozwalającego realizować procesy wymiany.

O tym, jak ważne jest, by to narzędzie mogło sprawnie realizować swe funkcje, świadczy znamienity cytat ze znakomitej monografii Johna Kennetha Galbraitha poświęconej historii i współczesnej roli pieniądza [Galbraith, 1982] – omawiając rolę pieniądza papierowego w czasach rewolucji francuskiej i amerykańskiej

---

<sup>1</sup> Adres korespondencyjny: Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania, ul. Szturmowa 1/3, 02-678 Warszawa, tel. +48 22 5534112, e-mail: jzyzyn@hotmail.com.

<sup>2</sup> Niniejszy artykuł jest dalszym (po artykule *Pieniądz jako prawo w aspekcie kryzysu jego funkcji we współczesnej gospodarce* [w:] *Gospodarka na rozdrożu XXI wiek*, red. A.Z. Nowak, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW Warszawa 2015) rozszerzeniem referatu „Kryzys jako skutek kryzysu funkcji pieniądza i kryzysu instytucji”, przygotowanego na konferencję katedr finansów „Bankowość, Finanse, Ubezpieczenia. Teoria i Praktyka”, Windsor Palace Hotel & Conference Center, Jachranka k. Warszawy, 16–18 września 2015 r.

kańskiej walki o niepodległość, kiedy to właśnie pieniądze papierowe uratowały dążenia narodów, zauważa on: „Gdyby obywatele francuscy musieli działać w granicach tradycyjnych zasad finansowych, to podobnie jak Amerykanie, nie mogliby działać w ogóle” [Galbraith, 1982, s. 98]. Ale współczesny kryzys dowiódł, że chyba nadszedł czas, by ponownie podjąć próbę analizy funkcji pieniądza.

## PIENIĄDZ JAKO PRAWO

Tradycyjnie w nauczaniu ekonomii określa się pieniądz jako szczególny towar, ekwiwalent wszystkich innych towarów, który realizuje cztery funkcje: 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 cztery funkcje pieniądz ma pełnić swą wielką gospodarczą rolę tworząc „krwiobieg” współczesnej gospodarki rynkowej, w którym jest przekazywany między podmiotami gospodarczymi dla pełnej realizacji tych swoich gospodarczych funkcji.

Wokół tych funkcji pieniądza ekonomiści przez lata toczyli spory [Bartkowiak, 2003], ale gdy bliżej się przyjrzymy, dochodzimy do wniosku, że slogan głoszący, iż „pieniądz to specyficzny towar będący ekwiwalentem wszystkich innych towarów” jest w gruncie rzeczy mylący, jest skrótem myślowym, który jednak prowadzi na manowce, bo powstaje swego rodzaju złudny pogląd, że pieniądz jest czymś, co ma samoistną własną wartość jak pralka, lodówka, samochód czy bułka – czyli ma wartość jak każdy inny towar. Ale te konkretne towary mają przecież samoistną wartość, wynikającą z tego, że możemy zrobić pranie, utrzymywać w chłodzie żywność, by się szybko nie psuła, możemy się przenieść swobodnie i szybko z miejsca na miejsce, czy po prostu zrobić sobie śniadanie. Jednakże 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 – pieniądz sam jako taki wartości nie ma; to, że ją ma, jest po prostu złudzeniem i wynikiem pewnej konwencji.

Najlepiej uwidacznia to pieniądz stanowiący zapis na koncie rachunku oszczędnościowo-rozliczeniowego – jest tylko zapisem, o tym ile jest ten zapis wart, przekonujemy się, gdy płacimy kartą kredytową czy debetową. Warren Mosler, praktyk finansista w swej 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” [Mosler, 2014, s. 57].

Znamienny przykład funkcjonowania pieniądza jako zapisu przytacza Milton Friedman [Friedman, 1994, s. 10]. Oto na jednej z wysp archipelagu Mikronezji, gdzie nie ma złóż metali, natomiast wydobywano i obrabiano kamień,

surowiec ten zastosowano także do „produkcji” swoistego pieniądza. Stanowiły go duże, twarde, grube i ciężkie kamienne kręgi. Te kamienne „monety” wytwarzane były z kamienia wapiennego wydobywanego na innej wyspie archipelagu, położonej w odległości około czterystu mil. Były one tam obrabiane i transportowane czółnami na wyspę Yap, gdzie pełniły swe funkcje pieniądza w dość osobliwy sposób. Oto posiadacz tej osobliwej gotówki kupując coś od innego mieszkańca wyspy nie musiał fizycznie umniejszać swego stanu posiadania, czyli nie oddawał pieniądza w formie materialnej. Nowy właściciel przyjmował jedynie do wiadomości, że stał się posiadaczem gotówki bez konieczności jej przenoszenia. Jeden z tubylców, uważany za osobę zamożną, nie mógł pochwalić się zaprezentowaniem swej gotówki, gdyż od dwóch czy trzech pokoleń jego „zasoby finansowe” spoczywały na dnie morza od czasu, gdy przewożąca je łódź zatонуła. Uważano wszak, że to, iż kamień będący tą gotówką został zatopiony, nie umniejszało jego wartości.

Opisano następujące osobliwe zdarzenie. Gdy niemieckie władze administracyjne (wyspy te w 1848 r. zostały odkupione od Hiszpanii) chciały zmusić mieszkańców do pracy przy naprawianiu dróg, to na opornych nałożono grzywnę zaznaczając czarnymi krzyżami pewną liczbę najbardziej wartościowych kamieni, jako oznaczenie należności dla władz – i to podziało jako skuteczny bodziec do pracy. Dokonano w gruncie rzeczy pewnego zapisu, oznaczenia przynależności tych kamieni do określonego podmiotu – w tym przypadku władzy zarządzającej wyspą. I jak pisze Friedman dalej, coś podobnego miało miejsce w „cywilizowanym świecie” w latach 30. XX wieku. Oto Bank Francji zwrócił się do Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku o dokonanie wymiany na złoto większości francuskich aktywów dolarowych, posiadanych w USA. W celu uniknięcia konieczności transportowania tego złota przez ocean, pracownicy Banku Rezerwy Federalnej po prostu zeszli do skarbcza i na kilku szufladach zawierających złoto umieścili oznakowania, że jest ono własnością Francji. Amerykańskie rezerwy złota zmaleły, a francuskie zwiększyły się, ale złoto pozostało na swoim miejscu – i na rynku zaczęto traktować dolar jako walutę słabszą, a frank francuski – jako mocniejszą. Tak zwany „drenaż” złota przez Francję z USA był jednym z czynników, który ostatecznie doprowadził do paniki w bankach w 1933 r. [Friedman, 1994, s. 13].

Istnieje powszechny pogląd, że własną wartość ma pieniądz kruszcowy. Ale to też jest pogląd błędny. Także wartość pieniądza kruszcowego jako pieniądza – zostaje określona dopiero w momencie zakupu, czyli realizacji transakcji; kruszec zawarty w pieniądzu – owszem, ma własną wartość jako metal – często sporo różniącą się od nominału na nim wybitego, ma jednak tę wartość tylko po przetopieniu na sztabki, natomiast w funkcji pieniężnej wartość pieniądza jest określona tak jak pieniądza papierowego czy skrypturalnego, czyli zapisu na koncie: dopiero wtedy, gdy dokonujemy transakcji zakupu. Oczywiście różnica między nominałem a wartością metalu zawartego w monecie rodzi określone

skutki ekonomiczne – gdy wartość metalu jest wyższa od nominału, to rodzi się tendencja do gromadzenia monet i przetapiania ich w celu zbycia lub zmagazyrowania wartościowego kruszcu<sup>3</sup>.

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

Pieniądz 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 po prostu specyficzny dokument, dający uprawnienie osobie go posiadającej do otrzymania części wytworzonych dóbr lub usług, lub majątku. Przyjrzyjmy się, jakie są konsekwencje interpretowania pieniądza jako prawa.

Gdy władze wyspy Yap lub urzędnicy Banku Rezerwy Federalnej dokonywali oznaczeń – pierwsi kamiennych kręgów, drudzy szuflad zawierających złote sztaby, to nadawali prawo do dysponowania nimi – czyli nabywania dóbr i usług. Gdy zatem Friedman pyta przekornie, „czy istnieje naprawdę jakaś różnica między wiarą w obniżenie wartości waluty, spowodowaną oznakowaniem szuflad w piwnicach banku, a przekonaniem wyspiarzy z Yap, że stali się ubożsi ze względu na oznakowanie ich kamieni” [Friedman, 1994, s. 13], to interpretacja pieniądza jako prawa daje jasną odpowiedź: oto te oznakowania miały jednoznaczny skutek w postaci ujęcia jednym podmiotom i dodania innym prawa do nabywania dóbr i usług. Gdy urzędnicy niemieccy oznaczyli krzyżami kamienie wyspiarzy jako przynależne władzy, to odebrali dotychczasowym właścicielom część prawa do nabywania dóbr i przekazali je władzy; gdy na szufladach ze złotem przyklepiono nalepki wskazujące na przynależność Francji, to można było uznać, że z tego tytułu Francja będzie miała roszczenia do większej ilości dolarów, gdy w przyszłości wartość złota wzrośnie, zatem będzie miała prawo do nabywania większej ilości dóbr amerykańskich – to skutkowało zmianą relatywnych wartości walut amerykańskiej i francuskiej – czyli zasad wymiany praw do nabywania dóbr i usług w tych krajach.

Przyjrzyjmy się, jak to prawo jest dystrybuowane, rozdzielane w procesie gospodarowania. Oto na przykład członkowie społeczności zatrudnieni w przedsiębiorstwach wytwarzających różne dobra lub usługi otrzymują pieniądze za wykonywaną pracę; pracodawca przekazując swemu pracownikowi określoną ilość środków pieniężnych za wykonaną pracę, dzięki której powstała określona

---

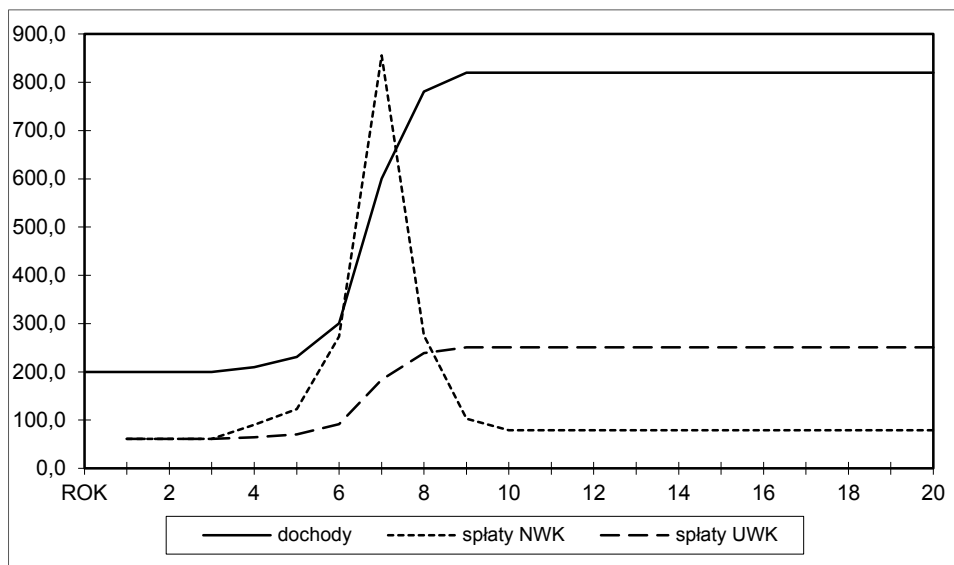
<sup>3</sup> Powszechnie znany jest na przykład fakt, że metal zawarty w polskich monetach groszowych jest więcej wart niż nominał – oczywiście ile konkretnie, zależy od aktualnych cen miedzi i innych metali zawartych w stopie (59% miedzi, 40% cynku i 1% manganu) – jednakowoż punkty skupu złomu nie mogą przycimować monet.

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. zł, daje mu prawo do kupienia telewizora wycenianego na 1 tys. zł. Z kolei sam przedsiębiorca sprzedając produkty lub usługi, w których wytwarzanie zaangażowani są jego pracownicy, otrzymuje od nabywców tych dóbr prawa do kupowania innych dóbr i usług, część tych praw przekazuje swym pracownikom, część zachowuje dla siebie i wykorzystuje je na różne cele lub odkłada na przyszłość. W ten sposób prawa te są przykazywane od podmiotu do podmiotu i cyrkulują w gospodarce – w następnym rozdziale przeanalizujemy dokładniej ten proces.

Jest to niby trywialne i tylko na pozór nie wnosi nic nowego. Zauważmy bowiem, że jeśli ktoś otrzymane prawo do nabycia telewizora aktualnie kosztującego 1000 zł 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 1100 zł, 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 swoje z odsetkami, a więc 1000 plus odsetki na przykład 11%, czyli 110, bo na stopę procentową składa się 10% kompensujące inflację i dodatkowo 1%, czyli 10 zł jako zapłatę za odłożenie konsumpcji. Ale czy to tak powinniśmy interpretować? Rzecz w tym, że to, co jest jego, to prawo do kupienia telewizora, to był jego „kapitał”, zatem powinien dostać z powrotem 1100 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 zł – o 1 zł więcej..., ale jak mówiło stare powiedzenie, „piechotę nie chodzi”; przy większych kwotach będą wchodziły w grę grubsze dodatkowe pieniądze wynikające z tej nowej interpretacji pieniądza.

Taka interpretacja prowadzi w przypadku 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 nominał i na tę wartość nakładamy oprocentowanie będące sumą dwóch składników: kompensaty inflacji i wynagrodzenia za odłożenie konsumpcji. W przypadku 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 udowodniłem w swej pracy habilitacyjnej [Żyżyński, 1998], zasada waloryzacji kapitału pozwala sformułować lepszą od tradycyjnie stosowanej, zgodnej z praktycznie wykorzystywanymi podręcznikowymi wzorami na tzw. regułę annuitetową, metodę spłaty kredytu – metodę stabilniejszą, zabezpieczającą kredytobiorcę przed nadmiernym obciążeniem w przypadku gwałtownego skoku inflacji w wymiarze realnym, a zarazem korzystniejszą dla systemu finansowego, gdyż zapewniającą stabilny realnie dopływ pieniędzy – ilustruje to rysunek 1.



**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% i potem w ciągu kolejnych dwóch lat została wygaszona: 30%, 5% – i od 10 roku ceny zostały ustabilizowane – odzwierciedla to równoległy ze wzrostem cen wzrost dochodu kredytobiorcy. W tradycyjnie stosowanej annuitetowej (dającej, przy założeniu niezmiennych stopy procentowej, stałą łączną kwotę spłaty kapitału i odsetek) metodzie spłaty kredytu, z oprocentowaniem ewentualnie 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, bo obowiązuje zasada nominalizmu – ale kredytodawca (bank) ma od tego momentu znacznie obniżone realnie 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, zatem zachowująca poprzez waloryzację to prawo, pozwala na obciążenie harmonijnie dostosowujące się do inflacji i zapewniające po jej ustaniu dopływ środków od kredytobiorcy realnie niezmienny, stabilizujący zatem jego (banku) 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 wtedy czynnikiem obojętnym.

Koncepcja ta prowadzi również do ważnego wniosku co do wartości rezerw obowiązkowych banków komercyjnych utrzymywanych w banku centralnym. Autor niniejszego tekstu był przeciwny oprocentowaniu tych rezerw, bo uważał, że było to swego rodzaju nagradzanie banków za pieniądź niepracujący. Rozumienie pieniądza jako prawa do nabywania dóbr i usług prowadzi jednak do wniosku, że nieoprocentowanie tego pieniądza i przetrzymywanie go w wartości nominalnej, też nie ma uzasadnienia, bo jednak bank centralny jest odpowiedzialny za podtrzymanie wyżej określonej funkcji pieniądza. Zatem pieniądź ten, którego źródłem są przecież depozyty klientów, na rezerwie powinien być oprocentowany na poziomie inflacji – właśnie po to, by zachował swą wartość jako prawo do nabywania dóbr i usług: bank centralny odbiera bankom komercyjnym pewną ilość praw do nabywania dóbr i usług – i taką samą ilość tych praw powinien im oddać – ilość tę mierzy wskaźnik inflacji. Obecnie przy stopie rezerwy 3,5% środki na rezerwie są oprocentowane na 1,35% – a to też nie ma uzasadnienia, skoro mamy deflację – ale w sytuacji deflacyjnej, która ma charakter przejściowy, powinna jednak być utrzymana wartość nominalna, bo stosowanie oprocentowania ujemnego trudno byłoby uzasadnić i zrealizować.

#### CYRKULACJA I KREACJA PRAWA DO NABYWANIA DÓBR I USŁUG

Przyjrzyjmy się, jak pieniądź, jako ten specjalny dokument dający prawo do nabywania dóbr i usług, cyrkuluje w gospodarce i jest w swym podstawowym zasobie emitowany przez bank centralny. Jak już było powiedziane, pracownik dostarcza swemu pracodawcy usługę pracy, wykonując ją wytwarza produkt, który zostaje sprzedany na rynku. Przedsiębiorca otrzymuje pieniądze stanowiące jego przychód – klienci kupując produkty oddają mu część swych praw do nabywania dóbr i usług, które otrzymali od swoich pracodawców. Część tych praw nasz pracodawca przekazuje swoim pracownikom jako wynagrodzenie za pracę. W sensie bilansowym otrzymane wynagrodzenie stanowi nasze aktywa gotówkowe. Ale oczywiście jako ludzie racjonalni, nie trzymamy tych pieniędzy w domu, lecz przekazujemy je do banku – wynagrodzenie może być zresztą przelane bezpośrednio na nasze konta – w ten sposób prawa do nabywania dóbr i usług „lądują” w bankach. Bank zapisuje w pasywach swoje zobowiązanie wobec klienta – jako złożony w jego kasie depozyt. Jednocześnie te pieniądze –

w pierwszej fazie procesu – zostają zamknięte w bankowej kasie, a w aktywach pojawia się pozycja „gotówka w kasie” – w ten sposób pieniądz gotówkowy zostaje zapisany w aktywach banku komercyjnego – ilustruje to rysunek 2.

Aktywa	Pasywa
Gotówka w kasie ..... 1000 zł	Depozyt klienta A ..... 1000 zł

**Rysunek 2. Odzwierciedlenie w bilansie banku komercyjnego założenia depozytu**

Źródło: opracowanie własne.

Ale zauważmy, że prawo do nabywania dóbr i usług zostało zamrożone za stalowymi drzwiami bankowego skarbcza – zatem przez jakiś czas prawo to nie jest realizowane. Gdyby stan taki trwał długo i u wielu osób, to dla gospodarki nastąpiłyby złe czasy: ludzie otrzymują za wytworzone dobra prawo do ich nabywania – i go nie realizują. Mało kto zdaje sobie sprawę z tego, że makroekonomicznie oszczędności same z siebie, są dla gospodarki szkodliwe, bo są nierealizowanym prawem do nabywania dóbr i usług w tej gospodarce wytworzonych. Producenci mogliby wtedy co prawda spróbować pozbyć się zalegających w magazynach dóbr przez ich eksportowanie, ale w krótkim czasie i zyskownie nie zawsze jest to możliwe – często próby wyprzedaży w krótkim czasie odbywają się ze stratą.

Pieniądz oszczędzany jest zatem wyrwaniem z obiegu gospodarczego praw do nabywania dóbr i usług, co oznacza po prostu zmniejszenie efektywnego popytu. W dawnych czasach, gdy nie funkcjonował jeszcze sprawny system bankowego pośrednictwa, pieniądz w znacznej ilości „osadzał się” w domowych skarbcach, bo każdy chciał cokolwiek uciuć na przyszłość, by zabezpieczyć swój byt. W ten sposób ubywało pieniądza z obiegu. Niżej podpisany jest przekonany, że wtedy wojny państw z sąsiednimi krajami, ale też i różne prywatne akcje grabieżcze, były podejmowane przede wszystkim po to, by uzupełnić krajowy obieg pieniężny uszczuplony w wyniku oszczędzania.

Ważne jest zatem, by rozumieć, że istotą procesu gospodarczego jako pewnej specyficznej dynamiki realizowanej w złożonym systemie jest to, że ludzie wytwarzają dobra i usługi i powinni zarabiać i kupować to, co wyprodukowali – gdy wstrzymują się z zakupami, to dla gospodarki jest to stan niekorzystny. Ale oczywiście w rzeczywistości, w dzisiejszych czasach, oszczędzanie nie jest procesem samoistnym, bo bank (i inne instytucje finansowe) pełni rolę pośrednika finansowego, zatem moje odłożone prawa do nabywania dóbr i usług zostają przekazane komuś innemu – temu, kto wziął kredyt – ilustruje to rysunek 3. Kredyt to przekazane pieniądze, które zostaną zwrócone, dlatego stanowią należności banku – tak też są zapisane w bilansie. I dla gospodarki, jej rozwoju, najlepiej jest, gdy kredyt ten bierze inny przedsiębiorca, który przekazuje pieniądze – prawa do nabywania dóbr i usług – ludziom wytwarzającym nowe moce produkcyjne – oznacza to, że gospodarka się rozwija, w przyszłości, gdy te nowe moce produkcyjne zostaną uruchomione, wytwarzanych będzie więcej dóbr i usług.



Aktywa	Pasywa
Kredyt udzielony podmiotowi B* / ..... 1000 zł	Depozyt klienta A ..... 1000 zł

\*/ Dla uproszczenia pomijamy tu ewentualną konieczność zachowywania przez bank rezerwy obowiązkowej (zwanej też rezerwą częstkową).

**Rysunek 3. Odzwierciedlenie w bilansie banku komercyjnego udzielenia przezeń kredytu**

Źródło: opracowanie własne.

Oszczędzanie jest wycofaniem pieniądza z gospodarki, udzielenie kredytu wprowadza go z powrotem do gospodarki, gdzie kontynuuje cyrkulację jako przekazywane poprzez transakcje sprzedaży i zakupów prawo do nabywania dóbr i usług. Funkcja pośrednictwa finansowego, jaką realizuje bank, uspoźnia gospodarkę, bo niezrealizowane na pierwszym etapie prawo do nabywania dóbr i usług zostało przekazane dalej do „krwiobiegu” gospodarki: ja nie wykorzystałem swych praw, nic nie kupiłem, ale wykorzystał je ktoś inny, wytworzone dobra zostały przez niego kupione, zarobił przedsiębiorca, zapłacił swoim robotnikom itd.

W praktyce bankowej relacja między kredytami a depozytami jest jednak bardziej skomplikowana. Depozyt niekoniecznie musi być warunkiem udzielenia kredytu, a przeciwnie, depozyt może być wobec kredytu wtórny, bowiem bank udzielający kredytu robi to w ten sposób, że otwiera kredytobiorcy rachunek depozytowy, z którego ten finansuje swe potrzeby – ilustruje to rysunek 4.

Aktywa	Pasywa
Kredyt udzielony podmiotowi C ..... 1000 zł	Depozyt klienta C ..... 1000 zł

**Rysunek 4. Odzwierciedlenie w bilansie banku komercyjnego udzielenia przezeń kredytu z jednoczesnym otwarciem klientowi konta depozytowego – tutaj udzielenie kredytu jest pierwotne wobec otwarcia rachunku depozytowego**

Źródło: opracowanie własne.

Przykład takiej transakcji kredytowej podaje Bank Anglii: „Gdy bank udostępni komuś kredyt hipoteczny na zakup domu, to nie robi tego rutynowo w ten sposób, że daje tej osobie banknoty warte tysiące funtów. Zamiast tego, bank uznaje rachunek bankowy kredytobiorcy kwotą depozytu równą wartości tego kredytu. W tym momencie tworzony jest nowy pieniądź” [*Money Creation*..., 2014]. Kredytobiorca, któremu na bazie udzielonego mu kredytu otwarto rachunek, realizuje płatności, czyli otrzymał prawo do nabywania dóbr i usług – zatem w ten sposób bank staje się kreatorem pieniądza – zwanego „pieniądem skrypturalnym”. Podobnie działa tzw. *overdraft* (stan debetu konta do akceptowanego limitu) – realizacja wydatków bezgotówkowo po przekroczeniu stanu środków na rachunku oszczędnościowo-rozliczeniowym. Ta forma pieniądza –

bezugotówkowego, istniejącego tylko w zapisie bilansowym banku – w gruncie rzeczy nie różni się, co do tej podstawowej funkcji pieniądza, od pieniądza gotówkowego, którego zasób jest – teoretycznie – podstawą systemu pieniężnego gospodarki i stanowi przedmiot funkcji pośrednictwa, jaką realizują banki i inne instytucje rynku finansowego. Co prawda swobodę działalności kredytowej banków usiłuje się ograniczyć i wziąć w karby różnych form kontroli – na przykład wymogów kapitałowych nakładanych przez władze monetarne, to jednak możliwości tej kontroli są w gruncie rzeczy ograniczone, polityka pieniężna staje się mało skuteczna tam, gdzie próbuje kontrolować agregaty pieniężne – dlatego współcześnie za jedyne w miarę skuteczne narzędzia polityki uznaje się regulowanie poziomu stóp procentowych banku centralnego.

Zauważmy, że ta kreacja pieniądza bezgotówkowego ma bardzo istotne konsekwencje makroekonomiczne. Strumień kredytu, czyli proces finansowania inwestycji, odrywa się od aktu oszczędzania, oszczędzanie przestaje być – przynajmniej częściowo – niezbędne dla finansowania rozwoju. W rezultacie w specyficzny sposób zostaje zniekształcone klasyczne równanie równowagi bilansów makroekonomicznych:

$$(G - T) = (S - I) + (Z - X) \quad (1)$$

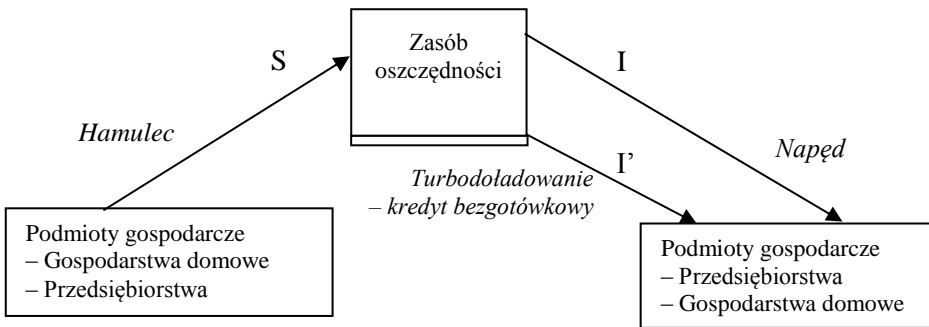
gdzie:

G – wydatki budżetu państwa; T – dochody budżetu państwa; S – oszczędności; I – inwestycje; Z – import; X – eksport.

Równanie to mówi, że deficyt budżetowy jest równoważony (czyli finansowany) przez nadwyżkę oszczędności nad inwestycjami ( $S > I$ ) oraz ujętą w bilansie płatniczym (o czym będzie dalej mowa) nadwyżkę inwestycji zagranicznych, które finansując deficyt budżetowy dostarczają jednocześnie walut zagranicznych na pokrycie ujemnego wyniku obrotów bieżących, czyli generujących przewagę importu nad eksportem ( $Z > X$ ). Kreacja pieniądza bezgotówkowego, choć generuje wzrost depozytów po prawej stronie bilansu na rys. 4, to nie powiększa oszczędności S, gdyż depozyt jest tu tylko rachunkiem bieżącym, zatem zwiększa zasób pieniądza M2 w jego części będącej pieniądzem transakcyjnym M1. Tak więc skoro część inwestycji I zostaje sfinansowana przez kreację pieniądza bezgotówkowego, to albo oszczędności S stają się częściowo zbędne, albo pojawia się ich nadwyżka, która tym bardziej powinna być wchłonięta przez deficyt budżetowy – czyli powinna zostać zaabsorbowana przez emisję obligacji skarbowych, finansujących część wydatków budżetowych. Stoi to w sprzeczności z lansowanym przez szkołę neoliberalną (tzw. *New Economics*) paradygmatem zrównoważonego budżetu – błędnym, wynikającym z niezrozumienia, że ekonomiczną funkcją deficytu budżetowego jest właśnie wchłanianie nadwyżki oszczędności nad inwestycjami, a więc wprowadzenie do gospodarki tych praw do nabywania dóbr i usług, które oszczędzający z niej wycofali, a nie powróciły do gospodarki w ramach aktualnych mechanizmów i warunków kredytowania. Środki te ujmuje pierwsza część prawej strony równania (1); druga

część określa finansowanie przez kapitał zagraniczny – dla kraju narażonego na destabilizację kursu walutowego to właśnie zagraniczna część długu publicznego, budzi szczególny niepokój<sup>4</sup>. Jednakże, gdy kreowany jest pieniądz bezgotówkowy, to dla stabilności procesów finansowych mniejsze znaczenie zdają się mieć oszczędności, a podstawowa staje się zdolność kredytowa, czyli posiadanie przez kredytobiorców odpowiednio wysokich dochodów, na poziomie umożliwiającym regularną, stabilną spłatę kredytów<sup>5</sup>.

Trzeba jednak pamiętać, że motorem wzrostu gospodarczego są inwestycje, natomiast oszczędności, jako niewydane pieniądze, stanowią hamulec rozwoju – przedstawia to rysunek 5.



**Rysunek 5. Oszczędności i inwestycje a wzrost gospodarczy**

Źródło: opracowanie własne.

<sup>4</sup> Dług krajowy, czyli ulokowany u własnych obywateli nie jest takim problemem, bo zobowiązanie państwa jest jednocześnie majątkiem krajowych podmiotów. Powtarzany często slogan, że „dług publiczny to zadłużanie się kosztem przyszłych pokoleń” nie ma ekonomicznego sensu: dług stanowiący pasywa (zobowiązania) państwa jest „zmaterializowany” w papierach wartościowych, które są aktywami (czyli majątkiem) obywateli – ich odkup (zamiana na gotówkę) przez emitenta (skarb państwa) jest realizowany poprzez mechanizm rolowania długu, a w ostateczności prawo do wykorzystywania senioratu, jak twierdzi A. Sopoćko [2015], niepotrzebnie zdegradowane przez współcześnie obowiązujący paradygmat. Problem pojawia się natomiast wtedy, gdy ten papier wartościowy staje się majątkiem podmiotów zagranicznych i jest denominowany w ich walucie – jej aprecjacja może prowadzić do drastycznego wzrostu nie tylko kosztów obsługi długu, ale i samej jego wartości (z czego, jak wszystko na to wskazuje, nie zdawali sobie sprawy autorzy kryterium granicznej wielkości długu – 60% w relacji do PKB – w traktacie z Maastricht i w polskiej Konstytucji).

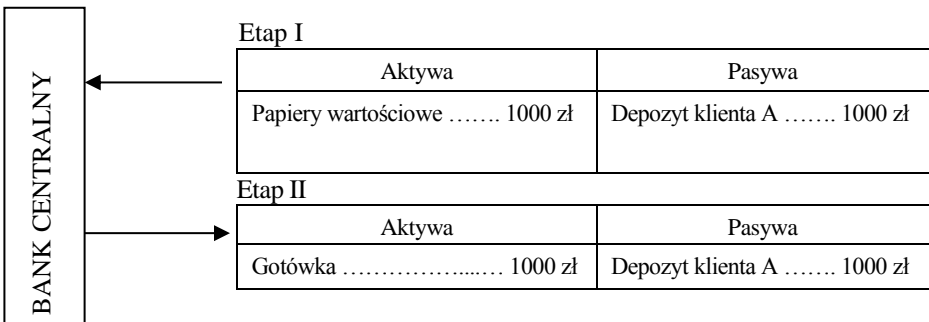
<sup>5</sup> Oczywiście ten wymóg nie jest respektowany, gdy banki udzielają kredytów denominowanych w walutach obcych (na przykład frankach szwajcarskich) o niestabilnej wartości. Aprecjacja tych walut lub deprecjacja waluty rodzimej nie tylko powoduje, że dramatycznie rosną koszty u kredytobiorców – przez co tracą znaczną część praw do nabywania dóbr i usług, ale też prowadzi do destabilizacji gospodarki – dramatyczne zmiany w redystrybucji tych praw zakłóca funkcjonowanie wielu rynków, w tym na przykład rynku nieruchomości, podczas gdy prawa te „przeplęły” do podmiotów grających na rynkach finansowych. Takie procesy doprowadziły do kryzysu roku 2008.

Podmioty oszczędzające dokonują wycofania części praw do nabywania dóbr i usług (czyli części siły nabywczej) z gospodarki, co oznaczone jest jako S, i przekazują je do systemu finansowego, wzmacniając zasób odłożonego pieniądza – w księgowości banków zapisanego jako zobowiązania stanowiące ich kapitał obcy od deponentów. Wycofanie z gospodarki części pieniądza działa hamująco bo redukuje stronę dochodową budżetów podmiotów gospodarczych. Ten kapitał może być uaktywniany głównie poprzez udzielanie kredytów, oznaczonych jako I, wtedy pieniądz wraca do gospodarki, strona dochodowa budżetów zostaje wzmocniona i gospodarka rośnie. Ostateczny efekt zależy zatem od relacji między dwoma skłonnościami podmiotów: skłonnością do oszczędzania i skłonnością do inwestowania. Jak jednak widzimy, skłonność do inwestowania może być zaspokajana przez kredyt bezgotówkowy, który uniezależnia wzrost od oszczędności. Jak wszak dowiódł J.M. Keynes, dla rozwoju pierwotny charakter mają nie oszczędności, lecz inwestycje – zatem nie jest tak, że oszczędności warunkują inwestycje i wzrost.

K. Łaski ujął to lapidarnie: „Kiedy stopa oszczędności rośnie, to PKB maleje. (...) kiedy społeczeństwo pragnie zwiększyć stopę oszczędzania, to przy danych inwestycjach dochód narodowy się zmniejszy. Oszczędzanie nie jest zatem koniecznie cnotą, a może nawet szkodzić gospodarce” [Łaski, 2015, s. 73]. I dalej przypomina, że ogólna stopa oszczędności zależy od skłonności do oszczędzania z płac i od udziału płac w dochodzie narodowym. Wzrostowi gospodarczemu nie służy zatem sytuacja, gdy rośnie stopa oszczędności i gdy rośnie udział zysków w PKB – czyli maleje udział płac. Gdy oszczędności z płac rosną, to spadają także zyski. Wyniki te są niezgodne z poglądami propagowanymi przez różnych dyletantów w mediach i powszechną intuicją, która, jak pisze Łaski, „wzbrania się uznać, że oszczędności mogą mieć ujemne skutki dla całej gospodarki” [Łaski, 2015, s. 75]. Dlatego zjawisko to w teorii ekonomii jest nazywane „paradoksem oszczędności” lub „paradoksem zapobiegliwości”. Łaski zauważa jednak, że określanie tego jako „paradoks” jest właściwe w ramach teorii ortodoksyjnej zakładającej pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych, natomiast nie jest paradoksem, jest całkowicie zrozumiałe w teorii efektywnego popytu Michała Kaleckiego, zgodnie z którą o rozmiarach PKB decydują całkowite wydatki, a nie czynniki ograniczające rozmiary podaży [Łaski, 2015, s. 75].

W systemie bankowym związek między oszczędnościami (depozytami klientów) a inwestycjami (kredytami) ulega zerwaniu poprzez mechanizm kreacji pieniądza bezgotówkowego, co na rys. 5 zostało określone jako „turbodoładowanie”, nadające gospodarce realne przyspieszenie. Jednakże kreacja pieniądza bezgotówkowego przez banki komercyjne według schematu odzwierciedlonego w zapisach bilansowych na rys. 4 jest chaotyczna, nie jest wynikiem działania stabilnego mechanizmu, raczej zależy od indywidualnych strategii i polityk realizowanych przez banki komercyjne i ich oceny sytuacji gospodarczej i zdolności kredytobiorcy do obsługi kredytu. Jest zatem wynikiem zależności mikroekonomicznych, indywidualnych procedur decyzyjnych i może się

oderwać od realnych makroekonomicznych procesów gospodarczych – które są przedmiotem troski osób odpowiedzialnych za politykę pieniężną. Okazuje się więc, że kontrola podaży pieniądza staje się praktycznie niemożliwa. Dla rozwoju gospodarczego niezbędny jest zatem stabilny proces kreacji pieniądza z podstawowego zasobu. Po to, by w procesie rozwoju gospodarczego nowo wytworzone dobra i usługi mogły być nabywane, gospodarka potrzebuje stabilnego systemu dostarczania jej dodatkowego zasobu praw do ich nabywania – by przy określonej prędkości obiegu pieniądza w gospodarce, zrównoważyć rosnący nań popyt z podażą.



**Rysunek 6. Odzwierciedlenie w bilansie banku komercyjnego sprzedaży papierów wartościowych bankowi centralnemu**

Źródło: opracowanie własne.

Zasadniczo tej podaży dodatkowego pieniądza w formie gotówkowej powinien dostarczać bank centralny, realizujący nadane mu prawo emisji pieniądza – a wykorzystuje do tego tzw. operacje otwartego rynku. W ramach tych operacji bank centralny skupuje od banków komercyjnych znajdujące się w ich zasobach papiery wartościowe – w ten sposób bank komercyjny trzymane w swym skarbcu i zapisane w aktywach papiery zamienia na gotówkę – wtedy może udzielać więcej kredytów i gospodarka zostaje zasilona w dodatkowy pieniądz – większej ilości dóbr odpowiada większa ilość praw do ich nabywania. Operację sprzedaży bankowi centralnemu papierów wartościowych ilustruje rys. 6 – założono tym razem, że bank komercyjny nie udzielił kredytu z pieniędzy złożonych u niego przez klienta A, ani nie dokonał operacji kreacji pieniądza bezgotówkowego, lecz kupił papiery wartościowe – na przykład obligacje skarbowe albo waluty obce. Po sprzedaniu tych papierów bank ma gotówkę, którą może „uruchomić” udzielając kredytów – będzie to lepsza, bardziej dochodowa niż obligacje forma uaktywnienia pieniędzy złożonych w depozycie przez klienta A.

Następuje zatem wymiana walorów między bankiem centralnym a bankiem komercyjnym. Efekt tej wymiany zostaje zapisany w bilansie banku centralnego: nabyte przezeń papiery wartościowe zostają zapisane w aktywach, stanowią jego majątek, natomiast wyemitowany pieniądz gotówkowy zostanie zapisany w pasywach – ilustruje to rys. 7.

Aktywa	Pasywa
Papiery wartościowe ..... 1000 zł	Gotówka w obiegu ..... 1000 zł

**Rysunek 7. Odzwierciedlenie w bilansie banku centralnego zakupu papierów wartościowych od banku komercyjnego i emisji pieniądza**

Źródło: opracowanie własne.

Gotówka, która teraz pojawiła się w aktywach banku komercyjnego zostanie uruchomiona, uaktywniona poprzez udzielanie kredytu, tak jak to zostało odzwierciedlone w bilansie przedstawionym na rys. 3. Aktualnie (wrzesień 2015 r.) w pasywach banku centralnego NBP jest zapisana gotówka w obiegu w kwocie 154,6 mld zł – to 38,9% pasywów ogółem (397,8 mld zł). Kształtowanie się zasobu pieniądza gotówkowego w pasywach NBP ilustruje tabela 1.

**Tabela 1. Gotówka w pasywach NBP na koniec roku w mld zł i udział w % (2015 r. – dane za wrzesień)**

Rok	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Pasywa NBP	85,0	110,0	131,7	150,6	146,9	138,4	134,1	140,5	120,5	150,6
w tym: Pieniądz gotówkowy	27,2	31,1	34,0	43,4	38,6	43,1	46,7	54,2	55,9	62,6
w % pasywów ogółem	32	28	26	29	26	31	35	39	46	42
w relacji do PKB w %	6,5	6,1	5,7	6,5	5,2	5,5	5,8	6,4	6,0	6,4
Rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pasywa NBP	155,1	171,6	211,8	250,6	285,5	344,0	345,6	328,2	361,5	397,8
w tym: Pieniądz gotówkowy	75,1	85,7	101,8	100,0	102,7	111,8	113,4	125,9	142,7	154,6
w % pasywów ogółem	48	50	48	40	36	33	33	38	39	39
w relacji do PKB w %	7,1	7,3	8,0	7,4	7,2	7,3	7,1	7,7	8,4	8,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Jak widzimy, pieniądz gotówkowy stanowił od dwudziestu kilku do 50% pasywów NBP, najwięcej w 2007 r., gdy miało miejsce znaczne ożywienie gospodarcze, potem w okresie kryzysu zmniejszył się do nieco ponad 30%, by następnie stopniowo rosnąć. Relacja pieniądza gotówkowego do PKB wynosiła od ok 5% do ponad 7% i prawie 9% obecnie. Jak widzimy, z poprawą koniunktury gospodarczej wiąże się wzrost zapotrzebowania na pieniądz gotówkowy.

Podstawą emisji pieniądza może być też napływ szczególnych papierów wartościowych: walut zagranicznych – bank skupuje zarobione na eksporcie waluty i na tej podstawie emituje dodatkowy pieniądz, księgowo zapis będzie identyczny, z tym, że w aktywach zwiększy się nie pozycja „papiery wartościowe” lecz „aktywa zagraniczne” – w bilansie NBP jest to spora kwota: 391 mld zł, podczas gdy papiery wartościowe odgrywają całkowicie marginalną rolę.

Warto zauważyć szczególne znaczenie tego faktu, polegającego na zapisaniu pieniądza gotówkowego wyemitowanego przez bank centralny w jego pasywach. Gdy oddajemy pieniądze na lokatę w banku komercyjnym, ich kwota gotówkowa zostaje zapisana w aktywach banku, a nasz depozyt w jego pasywach – jako zobowiązanie banku wobec nas. Co zatem oznacza zapisanie pieniądza gotówkowego w pasywach banku centralnego? W jakim sensie stanowi on w ten sposób zobowiązanie banku centralnego? Skoro pieniąż został wyemitowany na bazie skupu solidnych (bardziej lub mniej) aktywów, w tym walorów zagranicznych, to można by powiedzieć, że jest to swoiste zobowiązanie banku centralnego wobec społeczeństwa<sup>6</sup>, że to cyrkulujące między członkami społeczności i licznymi podmiotami prawo do nabywania dóbr i usług ma solidne podstawy w postaci równoważącej go w aktywach banku centralnego porcji zagranicznych walorów (nazywano je kiedyś dewizami) i innych papierów wartościowych.

Ale czyż nie mamy tu do czynienia z pewnym paradoksem: pieniąż jest to prawo obywateli do nabywania tego, co wytworzyli, a tymczasem podstawą gwarancji, że jest to prawo solidne i trwałe, jest zrównoważenie jego emisji walutami zagranicznymi, pozyskanymi poprzez sprzedaż za granicą tego, co społeczeństwo wytworzyło. Przecież wyprzedając w ramach eksportu to, co żeśmy wytworzyli, zarabiamy stanowiące nasze wynagrodzenie pieniądze krajowe, otrzymujemy zatem prawa do nabywania dóbr i usług, których nie równoważy podaż dóbr, bo żeśmy je wyeksportowali, przyjmując w zamian osobiwy importowany „produkt” – papier z zagranicznej drukarni pieniędzy. Ale paradoks jest pozorny, bo przecież pozyskane w wyniku eksportu waluty zagraniczne same stają się przedmiotem wymiany na rynku walutowym – i na nim sprzedane służą finansowaniu importu produktów równoważących siłę nabywczą robotników pracujących przy produkcji towarów, które zostały wyeksportowane.

Czynnikiem równoważącym może być też wzrost krajowych oszczędności – jeśli oszczędzamy, to wstrzymujemy się z zakupami na rynku krajowym, w rezultacie z jednej strony powiększa się strumień oszczędności, część pieniędzy (dochodów) nie wraca do gospodarki i rośnie zasób oszczędności, powiększa się agregat pieniężny M2 (jego „noga kapitałowa”), zaś z drugiej strony towary niesprzedane na rynku krajowym trzeba wyeksportować. Pozyskane w ten sposób walory zagraniczne mogą być podstawą ekspansji kapitałowej za granicą – jak robi to nasz zachodni sąsiad, czy azjatycki gigant gospodarczy – Chiny.

#### KRAJOWE A ZAGRANICZNE PRAWA DO NABYWANIA DÓBR I USŁUG

Zauważmy, że ta interpretacja pieniądza jako prawa dotyczy także walut zagranicznych. Gdy dysponujemy określoną kwotą euro, na przykład unijnych środków pomocowych, to jest to nic innego, jak prawo do nabycia określonej

<sup>6</sup> Uwagę tę zawdzięczam prof. Kazimierzowi Ryciowi.

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 udzielając pożyczek innym krajom<sup>7</sup>, uzależniając je od siebie, 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 majątkowych<sup>8</sup> – 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, realizujące transakcje na rynkach innych niż rynki dóbr i usług: przede wszystkim rynkach kapitałowych, rynkach nieruchomości itd. Elementem tego obrotu są też transakcje czysto spekulacyjne.

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. Tabela 2 ukazuje relacje kursów rynkowych i parytetowych oraz wynikające z tego dysparytety.

---

<sup>7</sup> 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 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.

<sup>8</sup> Wyprzedając 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.



**Tabela 2. 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) oraz z publikacji OECD Prices and Purchasing Power Parities ([http://stats.oecd.org/Index.aspx?Datasetcode=SNA\\_TABLE4](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 bogatych<sup>9</sup>, ale szkodzi eksportowi, za to stawia w korzystnych warunkach importerów.

Trzeba wszak zwrócić uwagę, że wysoki ujemny dysparytet oznacza z jednej strony, że popyt na obcą walutę w danym kraju jest dużo większy niż wynikałoby to z relacji cen i z uwarunkowanym przez te relacje kształtowaniem się wymiany towarowej z zagranicą, z drugiej strony jest miarą tego, jaką część swych dochodów muszą obywatele danego kraju poświęcić, by mieć możliwość nabywania dóbr i usług za granicą – gdy na przykład udają się tam w celach turystycznych. Ale ma to jeszcze jeden bardzo ważny aspekt: skutków po ewentualnym przejściu na euro: jak łatwo zauważyć, gdybyśmy przechodzili na euro po kursie parytetowym, to za średnie dochody uzyskiwane w 2014 r. w polskiej gospodarce – 3980 zł miesięcznie (w sektorze przedsiębiorstw) otrzymalibyśmy 1708 euro, gdyby natomiast przeliczenie dokonane było według kursu rynkowego (a taką zasadę się przyjmuje), to byłoby to 951 euro. Ta różnica to miara poświęcenia, jakie byłoby niezbędne z naszej strony za „luksus” posługiwania się walutą emitowaną przez EBC. I jest to też miara korzyści producentów: korzyści w postaci taniej siły roboczej, najtańszej w Unii Europejskiej. Warto mieć na uwadze, że producentów w dużej części kontrolowanych przez kapitał zagraniczny.

<sup>9</sup> 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 Chin (-42,2%), Czech (-39,1%) i Węgier (-33,8%). Największe niedowartościowanie na liście opublikowanych krajów miały Ukraina (-74,9%) oraz Rosja (-71,5%) [por. <http://www.economist.com/content/big-mac-index>].

Przelicznik kursowy jest przedmiotem istotnych nieporozumień. Laikom wydaje się, że przeliczanie i płac, i cen według tego samego wskaźnika nic nie zmienia, nie ma zatem według nich znaczenia, po jakim kursie przejdziemy na walutę euro. Jest to jednak rozumowanie błędne, bo trudno oczekiwać, by ceny towarów nie dostosowały się szybko do poziomu unijnego – a to oznaczałoby wzrost cen w stosunku do płac o 80%. Można by to nazwać „utrzymaniem wysokiej – kosztowej – konkurencyjności polskiej gospodarki”, bardzo korzystnej dla wielu producentów. Jakich producentów – ano właśnie tych kontrolowanych przez kapitał zagraniczny, którzy realizują znaczną część polskiego eksportu. W takich warunkach – wysokiej konkurencyjności polskiej gospodarki – korzyści osiągają (już teraz, gdy dysponujemy polską walutą) zarówno ci „polscy” producenci, jak i ich biznesowi partnerzy – korporacje zachodnie, w których ciągi technologiczne włączone są te przedsiębiorstwa. Przejście na euro utrwaliłoby tę ich korzystną pozycję, byłoby swoistym dodatkowym handicapem tych, którzy korzystnie (dla nich) zainwestowali w polską gospodarkę. Dodatkowym, bo pierwszy to realizowane i transferowane za granicę zyski.

Warto zauważyć, że eksport stanowi prawie połowę polskiego PKB. Poniższa tabela ukazuje udział eksportu w PKB w różnych krajach, w tym w Polsce. Jak widzimy, jest on relatywnie wysoki, a korzyści z tego są relatywnie niskie, bowiem w gruncie rzeczy w tych warunkach eksport nie jest czynnikiem wzbogacającym kraj lecz stanowi mechanizm eksploatacji jego wewnętrznego potencjału i zubażania, którego przejawem jest niski poziom płac. Marny to „interes” dla polskiego społeczeństwa: być konkurencyjnym i podtrzymywać (i tak mizerny) wzrost gospodarczy w zamian za to, że zgadzamy się być parweniuszami Europy.

Przejście na euro w warunkach tak wysokiego dysparytetu kursowego miałoby jeszcze jeden skutek: relatywny spadek wewnętrznego popytu, który zmuszałby krajowych producentów na rynek wewnętrzny do wyprzedaży towarów na rynku strefy euro – prawdopodobnie ze stratą. Ryzykowne byłoby twierdzenie, że te negatywne skutki zostałyby skompensowane przez korzyści wynikające z otworzenia gospodarki na tańszy kapitał zagraniczny. Podstawową motywacją zgłaszających popyt na kapitał (kredyt) przedsiębiorców jest wszak nie tyle jego niska cena, co raczej korzystna koniunktura, głównie ta na rynku krajowym, bezpośrednio zależna od realnych dochodów uczestników rynku.

#### NAPŁYW KAPITAŁU ZAGRANICZNEGO A JAKOŚĆ KREOWANEGO PIENIĄDZA

Wysoki poziom dysparytetu kursu walutowego jest wynikiem tego, że nie tylko wymiana towarowa, ale też inne transakcje wiążące się z popytem na waluty i ich podażą wpływają na kurs walutowy. Szczególną rolę w kształtowaniu stosunków pieniężnych i kreacji pieniądza odgrywa zatem kapitał zagraniczny.

Jego rola jest odzwierciedlona w bilansie płatniczym. W podstawowym schemacie składa się on z dwóch części: eksportu netto i transakcji finansowych netto, które łącznie powinny dać zero:

$$NX + NF = 0 \quad (2)$$

gdzie:

NX – eksport netto; NF – transakcje finansowe netto.

Pierwsza z tych części, nazywana rachunkiem bieżącym, to wynik procesów strumieniowych: efekt zestawienia dochodów z eksportu z wydatkami na import. Dochody z eksportu dają napływ walut zagranicznych, co ma wartość dodatnią, natomiast wydatki na import to ich odpływ z gospodarki – ma wartość ujemną. Gdy mamy nadwyżkę eksportową, to przeważa efekt dodatni, NX ma znak plus i kraj wzbogaca się w waluty zagraniczne, czyli prawa do nabywania dóbr i usług w krajach emitentach tych walut lub innych, które je akceptują jako środki płatnicze; gdy przeważa import, efekt jest ujemny, waluty z kraju odpływają, nazywamy to deficytem rachunku bieżącego. Napływ walut zagranicznych będący efektem dodatniego NX oznacza ich podaż na rynku krajowym, zatem w warunkach płynnego kursu tanieją, a pieniądź krajowy względem nich umacnia się, co oznacza, że eksporterzy i różni inni beneficjenci eksportu tracą dochody w przeliczeniu na walutę krajową, eksport staje się coraz mniej opłacalny, natomiast otwierają się perspektywy zarobku dla importerów. Z kolei odpływ walut zagranicznych, efekt ujemnego NX, oznacza, że waluty zagraniczne stają się „dobrem rzadkim” i drożeją – powoduje to spadek opłacalności importu, bo coraz więcej krajowych środków, praw do nabywania dóbr i usług, trzeba poświęcić na zakupy za granicą.

Bilans powinien jednak „wyjść na zero”, dlatego wynik wyrażony przez saldo rachunku bieżącego NX, powinien być kompensowany przez wynik transakcji finansowych NF – czyli efekt zmian na rachunkach zasobów: zmian aktywów i pasywów instytucji finansowych, które absorbują lub lokują za granicą środki finansowe. Tak więc, gdy rachunek bieżący ma nadwyżkę, to NF musi być ujemny, czyli środki zarobione przez eksporterów, a niewykorzystane przez importerów, powinny zostać ulokowane za granicą w ramach inwestycji zagranicznych; gdy natomiast rachunek bieżący jest deficytowy, to NF musi być dodatnie, czyli do kraju muszą napłynąć waluty zagraniczne poprzez transakcje finansowe – na przykład lokowanie obligacji skarbowych za granicą, czyli finansowanie deficytu budżetowego, ale też przez sprzedaż aktywów krajowych podmiotom zagranicznym (prywatyzacja, przejęcia itp.) i inne operacje dające napływ walut zagranicznych – zatem kraj, który chce zaimportować więcej niż eksportuje, czyli sprowadzić dóbr i usług za więcej środków niż pozyskuje dzięki eksportowi dóbr i usług, musi pozyskać, zaabsorbować środki z zewnątrz – i dla stabilności i perspektyw rozwojowych istotne jest, czy robi to przez zadłużanie, czy przez oferowanie zagranicznym nabywcom swych aktywów. Nie każda forma

absorbencji rodzi zobowiązanie (czyli jest zadłużeniem) – są też takie, które nie rodzą zobowiązania, ale zubażają bezpośrednio. Na realny charakter tych relacji finansowych mają wpływ zmiany kursów walutowych. Jeśli krajowy pieniądz umacnia się w warunkach występowania dodatniego salda rachunku bieżącego, to z jednej strony zmniejsza się złotowa (wyrażona w walucie krajowej) wartość realizowanej nadwyżki, a z drugiej słabnie finansowy efekt inwestycji zagranicznych, coraz mniej zarabiają inwestujący za granicą. Z kolei gdy rachunek bieżący jest deficytowy, a więc krajowy pieniądz traci na wartości, więcej go potrzebujemy na zakup walorów zagranicznych, to krajowa wartość tego deficytu rośnie, a jednocześnie więcej trzeba wydać (oddać praw do nabywania dóbr i usług wyprodukowanych w kraju) dla pozyskania zagranicznych walorów pozwalających sfinansować ten nadwyżkowy import, staje się on coraz kosztowniejszy. Gdy narzędziem pozyskiwania tych walorów zagranicznych są lokowane za granicą papiery skarbowe (finansujące drugi składnik prawej strony formuły wyrażonej równaniem [1]), to wartość długu zagranicznego i koszt jego obsługi rosną, coraz więcej trzeba poświęcić krajowych praw do nabywania dóbr i usług za pozyskiwane produkty zagraniczne i za możliwość realizacji większych wydatków budżetowych niż pozyskuje się dochodów podatkowych.

Powyższe wywody przedstawiają podstawowe makroekonomiczne, można powiedzieć podręcznikowe zależności między saldami rachunków bieżącego i finansowego. W rzeczywistości bilans płatniczy to złożona, zawierająca więcej elementów struktura bilansowa, którą przedstawiają tabele 3 i 4<sup>10</sup>.

Tabela 3. Bilans płatniczy 2001–2012 w mld zł

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>11</i>	<i>12</i>	<i>13</i>
<b>A. Rachunek bieżący</b>	<b>-24,1</b>	<b>-22,5</b>	<b>-21,3</b>	<b>-48,9</b>	<b>-23,5</b>	<b>-40,5</b>	<b>-72,6</b>	<b>-83,7</b>	<b>-52,2</b>	<b>-72,3</b>	<b>-74,5</b>	<b>-56,4</b>
<b>Saldo obrotów towarowych</b>	<b>-31,3</b>	<b>-29,5</b>	<b>-22,3</b>	<b>-22,0</b>	<b>-10,1</b>	<b>-22,7</b>	<b>-52,1</b>	<b>-73,6</b>	<b>-23,4</b>	<b>-35,5</b>	<b>-41,4</b>	<b>-22,4</b>
Eksport	170,6	190,5	237,3	297,7	312,0	363,8	400,2	423,7	439,8	499,3	577,3	613,3
Import	201,9	220,1	259,5	319,6	322,0	386,5	452,3	497,3	463,2	534,8	618,8	635,7
<b>Saldo usług</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>12,9</b>	<b>12,4</b>	<b>14,8</b>	<b>9,3</b>	<b>16,5</b>	<b>20,2</b>
Przychody	40,0	40,9	43,5	48,7	52,7	63,7	79,3	84,9	89,5	98,7	111,2	122,9
Rozchody	36,7	37,8	42,5	48,7	50,4	61,5	66,4	72,5	74,7	89,4	94,7	102,7
<b>Saldo dochodów</b>	<b>-2,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-9,5</b>	<b>-30,7</b>	<b>-22,1</b>	<b>-30,1</b>	<b>-45,1</b>	<b>-30,4</b>	<b>-51,1</b>	<b>-57,6</b>	<b>-67,4</b>	<b>-71,4</b>
Przychody	13,9	11,3	12,8	19,3	22,7	28,0	27,9	26,5	20,5	24,3	25,2	25,5
Rozchody	16,4	15,6	22,3	50,0	44,8	58,1	73,0	56,9	71,7	81,8	92,6	96,9

<sup>10</sup> W tabeli 3 podane są dane tylko do 2012 r., dane dla następnych lat są przedstawione w tabeli 4 w innym układzie, nieporównywalnym z tymi, jakie przedstawiały wcześniejsze bilanse. Nowa koncepcja metodologiczna (o której dalej) jest nie tylko niespójna z tym, co NBP przedstawiał przez całe lata (i jest podstawą opracowania danych tabeli 3), ale zdaniem autora niniejszego artykułu jest merytorycznie niepotrzebna, i nawet można uznać ją za błędną.

<i>1</i>	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldo transferów bieżących</b>	6,4	8,3	9,6	3,7	6,3	10,0	11,6	7,9	7,5	11,4	17,8	17,2
Przychody	10,4	12,6	14,6	14,3	20,8	25,5	28,6	26,4	32,7	29,8	36,5	39,9
Rozchody	4,0	4,3	5,1	10,6	14,5	15,5	17,0	18,5	25,2	18,4	18,6	22,7
<b>B. Rachunek kapitałowy</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,3</b>	<b>3,2</b>	<b>6,5</b>	<b>12,8</b>	<b>14,2</b>	<b>22,1</b>	<b>25,7</b>	<b>30,6</b>	<b>35,7</b>
Przychody	0,5	0,2	0,2	4,8	3,8	7,9	14,5	16,5	23,3	27,5	35,8	37,8
Rozchody	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	1,4	1,7	2,3	1,2	1,8	5,2	2,1
<b>Razem bieżący i kapitałowy A+B</b>	<b>-44,7</b>	<b>-23,8</b>	<b>-22,5</b>	<b>-21,5</b>	<b>-44,7</b>	<b>-20,3</b>	<b>-34,0</b>	<b>-59,9</b>	<b>-69,5</b>	<b>-30,1</b>	<b>-46,6</b>	<b>-43,9</b>
<b>C. Rachunek finansowy</b>	<b>12,9</b>	<b>29,4</b>	<b>33,8</b>	<b>32,4</b>	<b>48,9</b>	<b>41,1</b>	<b>104,1</b>	<b>90,7</b>	<b>104,9</b>	<b>123,7</b>	<b>88,7</b>	<b>68,0</b>
<b>Polskie inwestycje bezpośrednie za granicą</b>	0,4	-0,9	-1,2	-3,3	-11,1	-27,6	-15,0	-10,6	-14,7	-21,8	-21,4	2,9
<b>Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce</b>	23,3	16,8	17,8	47,1	33,3	60,8	65,2	35,8	40,4	41,8	56,0	10,9
<b>Inwestycje portfelowe – aktywa</b>	0,2	-4,7	-5,1	-4,7	-8,1	-14,3	-17,4	6,0	-4,3	-3,2	2,5	-1,3
Udziałowe papiery wartościowe	-0,3	-1,1	0,7	-0,2	-1,9	-9,3	-15,9	3,3	-5,7	-3,0	2,1	-1,8
Dłużne papiery wartościowe	0,5	-3,6	-5,8	-4,5	-6,2	-5,0	-1,5	2,7	1,5	-0,2	0,4	0,5
<b>Inwestycje portfelowe – pasywa</b>	4,5	12,6	14,6	38,9	48,2	5,5	-0,3	-14,0	47,9	80,1	46,1	65,6
Udziałowe papiery wartościowe	-1,2	-2,2	-3,3	5,6	4,2	-6,6	-1,5	0,6	4,2	23,5	8,7	11,8
Dłużne papiery wartościowe	5,7	14,8	17,9	33,2	44,0	12,1	1,1	-14,6	43,7	56,6	37,4	53,8
<b>Pozostałe inwestycje – aktywa</b>	-16,6	7,8	-1,9	-43,2	-8,9	-12,1	-5,1	15,2	17,3	-11,3	-10,2	-6,7
NBP	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,7	-1,8	-3,1	0,1	0,0	0,0
Sektor rządowy i samorządowy	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,9	-0,3	-0,6	-0,7	-0,2	-0,9
Monetarne Instytucje Finansowe (bez NBP)	-13,9	12,8	1,4	-37,5	-2,6	-5,9	7,6	18,4	23,3	-5,1	-7,0	-0,8
Pozostałe sektory	-2,6	-4,8	-3,1	-5,5	-5,7	-6,2	-11,2	-1,2	-2,4	-5,5	-2,9	-5,0
<b>Pozostałe inwestycje – pasywa</b>	2,7	1,6	12,9	-2,8	-5,0	30,9	82,1	61,1	24,1	40,3	17,3	-12,8
NBP	0,5	-1,9	-0,2	0,3	6,0	-2,3	19,1	-17,9	8,7	5,3	-4,8	1,4
Sektor rządowy i samorządowy	-12,4	-2,1	-4,9	-8,3	-20,2	-3,7	-3,9	-3,3	8,2	8,1	8,2	6,0

<i>I</i>	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Monetarne Instytucje Finansowe (bez NBP)	1,1	-2,2	8,0	4,4	1,8	17,1	40,2	56,9	-1,1	16,9	-1,9	-15,5
Pozostałe sektory	13,5	7,7	10,0	0,8	7,4	19,8	26,6	25,5	8,3	10,0	15,8	-4,7
<b>Pochodne instrumenty finansowe</b>	-1,5	-3,7	-3,4	0,6	0,5	-2,2	-5,4	-2,7	-5,8	-2,3	-1,7	9,5
<b>D. Saldo błędów i opuszczeń</b>	<b>9,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>-7,7</b>	<b>16,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>-9,1</b>	<b>-31,1</b>	<b>-30,4</b>	<b>-31,0</b>	<b>-26,8</b>	<b>-10,8</b>
<b>Razem A – D</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>26,2</b>	<b>8,0</b>	<b>35,2</b>	<b>-9,9</b>	<b>44,4</b>	<b>46,1</b>	<b>18,0</b>	<b>36,6</b>
<b>E. Oficjalne aktywa rezerwowe (odpływ)</b>	<b>1,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-26,2</b>	<b>-8,0</b>	<b>-35,2</b>	<b>9,9</b>	<b>-44,4</b>	<b>-46,1</b>	<b>-18,0</b>	<b>-36,6</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Na rachunek bieżący składają się cztery elementy. Po pierwsze, saldo wymiany towarowej, gdzie podane są wartości eksportu i importu, obie dodatnie, jest wynikiem odjęcia importu od eksportu. Po drugie, saldo usług realizowanych przez firmy krajowe na rzecz podmiotów zagranicznych, dające przychody, oraz przez firmy zagraniczne na rzecz podmiotów krajowych, za które płacimy walutami zagranicznymi (na przykład zagranicznym firmom audytorskim), co stanowi rozchody. Po trzecie, kluczowym elementem rachunku bieżącego jest saldo dochodów, od 2004 r., czyli roku wejścia do Unii Europejskiej, o wysokiej ujemnej wartości, jako efekt transferu z Polski wysokich kwot, dochodów managementu zagranicznego i wypłacanych udziałowcom zagranicznym dywidend, także odsetki od udzielanych kredytów – w sumie olbrzymie środki, tylko częściowo kompensowane dochodami pozyskiwanymi z zagranicy przez polskie podmioty. Napływ dochodów do Polski jest mniej więcej stabilny, około 25 mld zł, aczkolwiek największe wartości (28 mld zł) osiągnął w latach 2006 i 2007; natomiast odpływy systematycznie rosły, osiągając do 2012 r. prawie 100 mld zł (w 2014 r. według nowego układu bilansu płatniczego jako „dochody pierwotne” odpływy osiągnęły 103 mld zł.) Czwartym elementem rachunku bieżącego jest saldo transferów bieżących, obejmujące różnorodne kategorie środków z tytułu należności niemających charakteru przekazów kapitałowych (o czym dalej), natomiast wpływające na poziom dochodów do dyspozycji i w efekcie na poziom wydatków konsumpcyjnych. Środki te stopniowo rosną, ale mają w rachunku bieżącym najmniejsze znaczenie (w nowym układzie transfery bieżące bliskie są kategorii „dochody wtórne”). Warto zauważyć, że środki unijne przekazywane w ramach Wspólnej Polityki Rolnej zaliczane są do transferów bieżących, natomiast inne środki unijne, w ramach Polityki Spójności ujęte są w odrębnej kategorii – omawianego w następnej kolejności rachunku kapitałowego.

Wszystkie wielkości ujęte w ramach rachunku bieżącego mają charakter strumieniowy. Bilans płatniczy zawiera jednak jeszcze drugą kategorię o charakterze strumieniowym. Jest to tzw. rachunek kapitałowy. Obejmuje on różne przepływy środków o charakterze bezzwrotnym na finansowanie inwestycji w środki trwałe, nabywanie i – symetrycznie – zbywanie różnych aktywów niefinansowych, także umorzenia długów czy środki na nabywanie (i zbywanie) praw autorskich czy znaków handlowych, natomiast co najważniejsze, do rachunku kapitałowego zaliczane są – dominujące w ramach tej kategorii wpływów – środki przekazywane w ramach większości programów unijnych (napływ środków, przychody) i polskie wpłaty do kasy unijnej (odpływ środków, rozchody). Jak widzimy, są to spore środki o saldzie dodatnim, a więc saldo stanowi strumień walut napływających do kraju. Jest jednak znamienne, że saldo wymiany towarowej i usług jest niewielkie ujemne, ale ostateczna wartość rachunku bieżącego jest wysoce ujemna – ponad 50, a nawet 80 mld zł. Jak pokazują dane tabeli 4, rachunek bieżący za lata 2013 i 2014 był nadal wysoce deficytowy, aczkolwiek znacznie zmniejszył się do odpowiednio -21,0 i -34,7 mld zł. Drugi rachunek strumieniowy w przedstawionym tu okresie nie skompensował tego deficytu. Dopiero w latach 2013 i 2014 łączne saldo strumieniowe okazało się dodatnie, odpowiednio 16,8 i 7,3 mld zł. Był to wyjątkowy wynik, ale stanowił efekt zmniejszenia się deficytu rachunku bieżącego, który spadł z ponad 60 mld zł w 2012 r., do odpowiednio -21,0 i -34,7 mld zł w latach 2013 i 2014. Na dodani wynik rachunku strumieni wpłynęło zatem zwiększenie (dodatnich) transferów kapitałowych, które skompensowały deficyt wymiany towarowej – w 2013 r. wyjątkowo niski (-1,3 mld zł) i relatywnie niski w 2014 r. (-13,6 mld zł), oraz wciąż rosnący deficyt transferu dochodów (określonych w nowej sprawozdawczości bilansu płatniczego jako dochody pierwotne), którego odpływ sięgnął gigantycznej kwoty 103 mld zł.

Trzeba jednak zauważyć, że ten dodatni wynik jest pewnym złudzeniem, gdyż jest jeszcze jedna ważna pozycja bilansu płatniczego, która powinna być uwzględniona dla uzyskania realnego obrazu relacji z zagranicą. Jest to saldo błędów i opuszczeń, które ujmuje efekt zestawienia transakcji, które nie zostały przyporządkowane żadnej z pozycji rachunków bilansu płatniczego, nie zostały zarejestrowane, ale ich uwzględnienie jest niezbędne dla wyzerowania rachunku (w tabeli 4 jest nieco inaczej liczone). Saldo tych transakcji jest regularnie wysokie i ujemne, co oznacza, że z kraju wypłynęły olbrzymie kwoty i nie zostały zarejestrowane. Aczkolwiek dokonywane czasami po kilku latach korekty bilansu płatniczego zmniejszają saldo błędów i opuszczeń za niektóre lata, to i tak pozostaje ono wysokie i ujemne.

Jak było wyżej wyjaśnione, efekt rachunku strumieni środków musi być kompensowany przez transakcje finansowe, które determinują zmiany stanu zobowiązań i należności odzwierciedlone odpowiednio w pasywach i aktywach instytucji finansowych. Zmiany te są efektem ruchu kapitału między krajami,

w sytuacji deficytu niezbędne jest zasilenie kapitałowe. Trzeba zaznaczyć, że dotyczy to wszystkich lat po wejściu do Unii Europejskiej, bo choć łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego w latach 2013 i 2014 było dodatnie, to saldo błędów i opuszczeń – odpowiednio -35,5 i -20,7 mld zł, oznacza, że jednak ostateczny efekt był ujemny i musiał być kompensowany przez transakcje finansowe zasilające w kapitał. Gdy transakcje finansowe nie kompensują rachunku bieżącego i kapitałowego łącznie z saldem błędów i opuszczeń, to powstaje stanowiąca wynik bilansu płatniczego nadwyżka środków (wartość dodatnia) lub niedobór. Dodatni wynik końcowy oznacza, że władze monetarne kraju nabyły zagraniczne walory w większej ilości niż było potrzebne do skompensowania wyniku rachunku strumieni, inaczej mówiąc, wygenerowały wyższy popyt na waluty obce i podaź waluty krajowej, by zwiększyć kurs tych obcych walut, a tym samym powstrzymać aprecjację kursu walutowego rodzimej waluty. Z kolei ujemne saldo końcowe oznaczałoby, że władze monetarne wyzbyły się części rezerw walutowych i zgłosiły popyt na walutę krajową, by podwyższyć jej kurs lub zapobiec deprecjacji. Jak pokazują dane tabeli 3, tylko w roku 2001 i 2007 mieliśmy ujemny wynik końcowy, władze monetarne pozbyły się części walut na odpowiednio 1,7 i 9,9 mld zł, poza tym wszystkie lata wykazywały dodatni wynik odprowadzany do rezerw – to odprowadzenie oznacza się znakiem ujemnym, by wyprowadzić bilans na zero<sup>11</sup>. Systematyczny wzrost rezerw powstrzymywał aprecjację, zatem może wyjaśniać utrzymywanie się wysokiego dysparytetu, bardzo korzystnego dla eksporterów.

Dane tabeli 4 pokazują też, jak wyjątkowy był rok 2015. Był to rok najmniejszego deficytu rachunku bieżącego, co było przede wszystkim efektem wyjątkowo uzyskanej nadwyżki handlowej na kwotę 11 mld zł. Wyjątkowo też

---

<sup>11</sup> W starym układzie tabeli 3 pozycje poszczególnych rachunków – bieżącego, kapitałowego i finansowego powinny sumować się do zera przy założeniu, że bilans nie wpływa na stan rezerw, ale uzupełnieniem ich jest saldo błędów i opuszczeń (pozycje niesklasyfikowane) – faktycznie zatem zsumowanie trzech rachunków i salda błędów i opuszczeń mówi o wyniku bilansu – razem A do D: dodatnia suma to nadwyżka walut, która jest odprowadzona do rezerw – stąd w pozycji „oficjalne aktywa rezerwowe” wartość ujemna, by bilans dał wartość zerową. Ujemny wynik będzie oznaczał, że z kraju w ostatecznym wyniku jego relacji ekonomicznych z zagranicą waluty odpłynęły – wtedy suma A do D da wynik ujemny, na jej sfinansowanie trzeba było pobrać odpowiednią kwotę z rezerw – co w pozycji „oficjalne aktywa rezerwowe” ma wartość dodatnią (dopływ z rezerw) – i bilans wychodzi na zero. W nowym układzie wartość rachunku finansowego powstaje przez dodanie aktywów i odjęcie pasywów, pierwsze są interpretowane jako nasze pozycje poza granicami kraju, drugie jako nasze zobowiązania wobec zagranicy – stąd odejmowanie tej pozycji. W rezultacie wartość rachunku finansowego jest ujemna, ponadto do rachunku finansowego wliczane są środki odprowadzane na rezerwy walutowe. Całość bilansu jest wynikiem dodania rachunku bieżącego i kapitałowego, odjęcia rachunku finansowego i dodania salda błędów i opuszczeń – w efekcie wychodzi zero (nie trzeba podawać wyniku ze znakiem odwrotnym jako odprowadzenia na oficjalny rachunek rezerw, by wyjść na zero). Ta nowa metodologia jest niepotrzebnie skomplikowana obrazu, którego interpretacja była dotąd dość klarowna.



uzyskano ujemny wynik końcowy całego bilansu płatniczego, na sporą kwotę – 12,7 mld zł, przy też wyjątkowo niskim saldzie błędów i opuszczeń. Ten ujemny wynik końcowy oznaczający utratę części rezerw jest dziwny w sytuacji tak wyjątkowych danych dla rachunku bieżącego i salda wymiany handlowej. Odpływ z rezerw oznacza, że użyto sporych środków na obronę kursu złotego.

Także wyjątkowy jest rachunek finansowy bilansu za 2015 r. – w tej zmiennej konwencji zapisu oznacza odpływ środków, a nie napływ – co poniekąd oczywiste przy tej wyjątkowości samego rachunku bieżącego.

**Tabela 4. Bilans płatniczy Polski 2004–2014 w mld zł – nowe ujęcie**

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
<i>I</i>	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>A. Rachunek bieżący</b>	<b>-50,9</b>	<b>-25,8</b>	<b>-42,7</b>	<b>-75,2</b>	<b>-85,8</b>	<b>-54,3</b>	<b>-77,8</b>	<b>-81,5</b>	<b>-60,5</b>	<b>-21,0</b>	<b>-34,7</b>	<b>-3,3</b>
<b>Saldo obrotów towarowych</b>	-30,2	-18,0	-30,7	-62,2	-82,5	-33,2	-43,7	-54,8	-34,1	-1,3	-13,6	11,0
Eksport	264,5	284,0	335,0	370,9	395,4	412,6	471,7	545,6	590,0	625,9	663,9	718,4
Import	294,7	302,0	365,6	433,1	477,9	445,8	515,3	600,4	624,2	627,2	677,5	707,3
<b>Saldo usług</b>	6,2	7,9	7,9	20,1	18,0	21,7	13,2	21,1	25,1	32,1	35,9	41,4
Przychody	55,1	58,9	69,9	87,3	91,5	97,1	106,9	121,2	133,6	141,0	151,8	164,0
Rozchody	48,9	50,9	62,0	67,2	73,5	75,4	93,7	100,1	108,5	109,0	115,9	122,6
<b>Saldo dochodów pierwotnych</b>	-29,4	-16,5	-22,2	-36,0	-24,2	-38,6	-47,1	-50,9	-50,9	-50,0	-55,3	-51,9
Przychody	20,7	29,0	36,6	37,8	33,6	33,7	38,4	41,8	48,8	48,7	47,7	45,7
Rozchody	50,2	45,6	58,8	73,8	57,8	72,3	85,5	92,7	99,7	98,7	103,0	97,6
<b>Saldo dochodów wtórnych</b>	2,5	0,8	2,2	2,9	3,0	-4,2	-0,2	3,1	-0,6	-1,7	-1,6	-3,8
Przychody	14,3	15,8	18,7	20,8	22,1	22,6	20,6	24,8	25,5	25,4	24,9	23,6
Rozchody	11,7	15,1	16,5	17,9	19,2	26,8	20,8	21,7	26,1	27,1	26,5	27,4
<b>B. Rachunek kapitałowy</b>	<b>4,3</b>	<b>3,2</b>	<b>6,5</b>	<b>12,8</b>	<b>14,2</b>	<b>22,1</b>	<b>25,7</b>	<b>30,6</b>	<b>35,7</b>	<b>37,9</b>	<b>42,0</b>	<b>29,1</b>
Przychody	4,8	3,8	7,9	14,5	16,5	23,3	27,5	35,8	37,8	39,9	45,2	30,9
Rozchody	0,5	0,6	1,4	1,7	2,3	1,2	1,8	5,2	2,1	2,1	3,2	1,8
<b>Razem bieżący i kapitałowy A+B</b>	<b>-46,7</b>	<b>-22,6</b>	<b>-36,3</b>	<b>-62,4</b>	<b>-71,5</b>	<b>-32,2</b>	<b>-52,1</b>	<b>-50,9</b>	<b>-24,8</b>	<b>16,8</b>	<b>7,3</b>	<b>13,1</b>
<b>C. Rachunek finansowy</b>	<b>-28,3</b>	<b>-22,7</b>	<b>-32,8</b>	<b>-68,9</b>	<b>-100,8</b>	<b>-60,2</b>	<b>-92,9</b>	<b>-80,2</b>	<b>-37,3</b>	<b>-18,7</b>	<b>-13,4</b>	<b>0,6</b>
<b>Inwestycje bezpośrednie – aktywa</b>	7,7	13,5	32,6	20,2	10,0	19,3	28,1	12,9	4,2	-10,5	19,3	-3,3
Akcje i inne formy udziałów kapitałowych	2,0	9,2	25,3	10,8	7,2	11,5	1,8	18,8	-0,2	-0,7	13,2	3,9
Instrumenty dłużne	5,7	4,4	7,3	9,4	2,8	7,8	26,3	-5,8	4,5	-9,8	6,0	27,3
<b>Inwestycje bezpośrednie – pasywa</b>	51,4	35,7	65,8	69,0	34,1	43,8	53,9	53,6	23,9	2,8	53,6	24,3
Akcje i inne formy udziałów kapitałowych	49,7	25,4	40,0	46,8	21,3	32,0	37,7	32,1	8,7	-8,7	32,6	3,0
Instrumenty dłużne	1,7	10,3	25,8	22,3	12,8	11,8	16,2	21,5	15,3	11,5	21,0	27,3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inwestycje portfelowe – aktywa</b>	4,8	8,1	14,3	17,4	-6,0	4,3	-0,5	-2,8	1,4	6,9	17,5	24,0
Udziałowe papiery wartościowe	0,2	1,9	9,3	15,9	-3,3	5,7	1,9	-2,1	1,8	3,8	7,4	3,3
Dłużne papiery wartościowe	4,5	6,2	5,0	1,5	-2,7	-1,5	-2,4	-0,7	-0,4	3,0	10,1	8,3
<b>Inwestycje portfelowe – pasywa</b>	38,9	48,2	5,5	-0,3	-14,0	47,9	87,1	47,4	65,5	7,3	11,0	-5,6
Udziałowe papiery wartościowe	5,6	4,2	-6,6	-1,5	0,6	4,2	22,2	8,8	11,8	8,3	9,5	13,9
Dłużne papiery wartościowe	33,2	44,0	12,1	1,1	-14,6	43,7	65,0	38,6	53,7	-1,0	1,5	8,7
<b>Pozostałe inwestycje – aktywa</b>	43,4	8,9	12,4	5,1	-15,4	-17,0	11,9	11,1	7,2	5,3	12,9	0,0
NBP	0,1	0,1	0,0	0,7	1,8	3,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Sektor rządowy	0,1	0,5	0,1	0,9	0,3	0,6	0,7	0,2	1,0	0,2	0,0	0,6
Monetarne Instytucje Finansowe (bez NBP)	37,5	2,6	5,9	-7,6	-18,4	-23,3	5,1	7,0	0,7	-2,9	1,9	8,0
Pozostałe sektory	5,6	5,7	6,4	11,2	1,0	2,6	6,1	3,8	5,5	8,0	10,9	-12,2
<b>Pozostałe inwestycje – pasywa</b>	-2,7	-5,0	31,0	83,4	62,2	25,3	39,2	18,9	-11,7	11,1	0,4	-0,5
NBP	0,3	6,0	-2,3	19,1	-17,9	8,7	5,3	-4,8	1,4	5,9	-4,9	0,1
Sektor rządowy	-8,3	-20,2	-3,7	-3,9	-3,3	8,2	8,1	8,1	6,0	9,1	8,2	-8,4
Monetarne Instytucje Finansowe (bez NBP)	4,5	1,8	17,2	41,6	57,9	0,1	16,9	-1,9	-15,6	1,1	4,1	-3,3
Pozostałe sektory	0,8	7,4	19,8	26,6	25,6	8,3	8,9	17,5	-3,4	-4,9	-7,0	-3,4
<b>Pochodne instrumenty finansowe</b>	-0,6	-0,5	2,2	5,4	2,7	5,9	1,8	0,5	-8,9	-2,2	-0,1	3,2
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe</b>	<b>4,0</b>	<b>26,2</b>	<b>8,0</b>	<b>35,2</b>	<b>-9,9</b>	<b>44,4</b>	<b>46,1</b>	<b>18,0</b>	<b>36,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>-12,7</b>
<b>Saldo błędów i opuszczeń</b>	<b>18,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-29,3</b>	<b>-28,0</b>	<b>-40,9</b>	<b>-29,4</b>	<b>-12,5</b>	<b>-35,5</b>	<b>-20,7</b>	<b>-3,3</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP; \*/ Dane szacunkowe – suma opublikowanych wielkości miesięcznych (do czasu zakończenia pracy nad niniejszym tekstem dane roczne za 2015 r. jeszcze nie zostały opublikowane).

Nas tutaj szczególnie interesuje wpływ transakcji odzwierciedlonych w bilansie płatniczym na kreację pieniądza i dysparytet walutowy. W klasycznym modelowym ujęciu wpływ relacji z zagranicą na kursy walutowe jest jasny i oczywisty. Nadwyżka handlowa osiągnięta przez przewagę eksportu nad importem daje napływ walut zagranicznych do kraju, wzbogaca go, a zwiększona podaż tych walut oznacza ich potaniecie i w rezultacie wzmocnienie waluty krajowej, co z kolei zmniejsza opłacalność eksportu; jednocześnie jednak waluty te zwiększają rezerwy walutowe w kraju i/lub stają się narzędziem ujętej w rachunku finansowym ekspansji zagranicznej, czyli inwestowania tych środków poza gra-

nicami kraju – jest to odpływ walut pozyskanych z nadwyżki eksportowej, który też nazywa się to nabywaniem wierzytelności za granicą – a one z kolei dają dochody (napływ walut) w pozycji dochody na rachunku bieżącym, co wzmacnia rachunek bieżący. Bank centralny skupując od banków komercyjnych i firm – eksporterów waluty zagraniczne kreuje pieniądź zgodnie ze schematem na rys. 5.

Z kolei deficyt handlowy, czyli przewaga importu nad eksportem oznacza, że importerzy zgłosili zwiększony w stosunku do podaży wypracowanej przez eksporterów popyt na waluty obce, w wyniku czego ich wartość rynkowa wzrosła, a zatem krajowy pieniądź osłabił się; popyt na waluty obce przyciągnął inwestorów, którzy ulokowali swe inwestycje w naszym kraju, zarobili na tym, a swe dochody wytransferowali, co wpłynęło na ujemne saldo pozycji „dochody” w ramach rachunku bieżącego.

Rachunek kapitałowy, zawierający głównie środki unijne, z sukcesywnie rosnącym dodatnim saldem, częściowo kompensuje ujemny wynik wymiany handlowej i realizowanych usług, ale mimo to permanentny ujemny stan rachunku bieżącego, i to razem z saldem błędów i opuszczeń, które wskazuje na wysoki poziom niesklasyfikowanych ujemnych transferów, oznacza, że złoty powinien sukcesywnie się osłabiać, a zatem dysparytet rosnąć. Tymczasem, jak pokazuje tabela 2, dysparytet euro do 2010 r. rósł, ale od tego roku jest stabilny; w stosunku do dolara też rósł do 2010, potem wykazywał tendencję rosnącą, ale też większą zmienność, co jest wynikiem wahań relacji kursowych między dolarem a euro z powodu bardziej elastycznej polityki pieniężnej USA.

Jest znamienne, że sumaryczne saldo bilansu płatniczego jest stale dodatnie (poza jak dalej zobaczymy 2015 r.), rezerwy walutowe rosną, ale jest to jednak efekt głównie zwiększonego napływu zagranicznych inwestycji. Kurs walutowy, jak każda cena, jest efektem gry popytu i podaży. Opisany wyżej klasyczny mechanizm nie wystarczy do opisu realnych procesów wynikających z gry między eksporterami, importerami i inwestorami zagranicznymi przynoszącymi swe oferty na generowany w gospodarce popyt na ich waluty, gdyż z pewnością trzeba uwzględnić jeszcze jeden aspekt: motywacji inwestorów, kim oni tak naprawdę są, w jaki sposób zgłaszają się ze swymi walutami do gospodarki kraju goszczącego – w tym przypadku Polski. Tak więc, czy jest to tzw. kapitał nomadyczny (*venture capital, hedging investors*), który po prostu lokuje środki tam, gdzie aktualnie zaferowano wyższą stopę zwrotu, a więc oferuje swą podaż w odpowiedzi nie na zgłaszany popyt na waluty, lecz dla wejścia w niszę ekonomiczną dającą określone korzyści, czy może wchodzi akceptując niższą stopę zwrotu, ale działa w ramach długofalowej strategii, która korzyści widzi w innych sposobach penetracji gospodarki danego kraju, dających zyski w dłuższej perspektywie? Czy jest to kapitał twórczy, wchodzący po to, by budować nowy majątek według formuły *green field*, dawać pracę i płacić podatki, zadowolając się zyskami dzięki korzystnym cenom czynników produkcji, czy jest to kapitał drapieżny, penetrujący, który

ma zarobić w krótkim czasie poprzez wydrenowanie gospodarki danego kraju z jej zasobów? Czy jest to kapitał oferujący siebie nabywcom budującym nowy majątek, czy wchodzi, by zarabiać na skupowaniu długów przy wysokiej stopie zwrotu z tytułu karnych odsetek z windykacji? Czy napływ kapitału zagranicznego ma miejsce z jego inicjatywy („inwestorzy z walizką pieniędzy”), czy wchodzi w odpowiedzi na brak wewnętrznych źródeł i zasobów kapitału? Odpowiedzi na te pytania prowadziłyby też do odpowiedzi na pytanie o jakość pozycji inwestycyjnej kraju i pieniądza kreowanego w wyniku napływu kapitału zagranicznego. Oczywiście w rzeczywistości realizowane są wszystkie formy napływu kapitału, istotne jest, które przeważają, a rolą polityki gospodarczej jest stosowanie narzędzi wspierających te, które są bardziej korzystne dla gospodarki.

### KRYZYS FUNKCJI PIENIĄDZA

Pieniądz jako prawo (tak, czy inaczej – prawo, choć niewłaściwie, jak wyżej pokazałem, 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:

$$MV = PQ \quad (3)$$

gdzie:

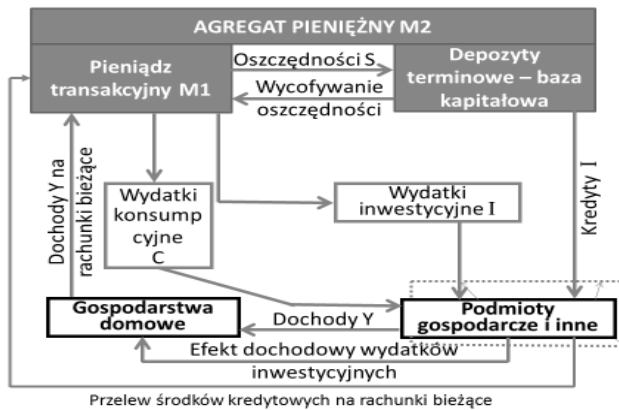
M – wielkość zasobu pieniądza transakcyjnego; V – prędkość jego obiegu; P – średnia cena w gospodarce; Q – wielkość wolumenu dóbr i usług nabywanych w transakcjach.

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 też 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 pieniądze dóbr i usług. Gdyby były to tylko po prostu dobra i usługi tworzące PKB, to M powinno być kilkakrotnie (w krotności wyznaczonej przez prędkość obiegu pieniądza V) niższe od wartości PKB. Tak jednak nie jest; Gotz-Kozierekiewicz słusznie przypomina, że w oryginalnym ujęciu Fishera mamy nie Q, lecz T – wolumen transakcji rynkowych, a do tych transakcji zalicza się także transakcje finansowe [Gotz-Kozierekiewicz, 2010, s. 469].

Bezpośrednia interpretacja ujęcia zaczerpniętego od Fishera jest zatem za wąska, gdyż pieniądz jest wykorzystywany nie tylko do bieżących transakcji, trzeba uwzględnić drugą jego podstawową rolę: funkcję tezauryzacji, bowiem

prawo do nabywania dóbr i usług nie musi być wykorzystywane bezpośrednio po otrzymaniu pieniędzy, można to prawo wykorzystać później, przekazując je do systemu finansowego, głównie bankowego, który w swej funkcji 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 rys. 8.



**Rysunek 8. Powstawanie pieniądza M2 jako efekt zarabiania, wydawania i oszczędzania**

Źródło: opracowanie własne.

Ludzie wytwarzają dobra i usługi, zarabiają i wydają – tak powstaje pieniądz transakcyjny, który funkcjonuje w obiegu i jest trzymany w bankach na rachunkach bieżących – zarówno pieniądz w obiegu, jak i z rachunków bieżących wykorzystywany jest do zakupów konsumpcyjnych. Ale ludzie także oszczędzają, w efekcie część środków z rachunków bieżących jest kierowana na rachunki terminowe, jako pieniądz zakumulowany – tak powstają dwie podstawowe części agregatu pieniężnego: „noga transakcyjna” i „noga kapitałowa” zasobu M2. Środki z zasobu skierowanego na depozyty, do „drugiej warstwy” zasobu pieniądza M2, służą kredytowaniu gospodarki – w ten sposób pieniądz obsługuje wydatki inwestycyjne.

Ten sposób tworzenia i rozdysponowania pieniądza można uznać za klasyczny i w ekonomicznym sensie „zdrowy” mechanizm służący rozwojowi gospodarczemu i przez setki lat sprawnie funkcjonujący, w okresie powojennym dzięki stabilnym i kontrolowanym instytucjom. W ramach tego mechanizmu działa ta podstawowa syntetyczna funkcja pieniądza, jako prawa do nabywania dóbr i usług – na rys. 7 realizowana przez gospodarstwa domowe poprzez wydatki konsumpcyjne C i przedsiębiorstwa poprzez wydatki inwestycyjne I – ostatecznie wszystko trafia do nich jako dochody Y oraz zyski przedsiębiorstw. Wiel-

kość tego zasobu spełnia równanie Fishera, współtworzy tym samym tę logikę gospodarczą, która stała się źródłem sukcesu gospodarki rynkowej.

Niewielkim rozszerzeniem zasobu M2 jest pieniądz M3, który dodatkowo uwzględnia niektóre instrumenty dłużne. Schemat na rys. 9 pokazuje ten „gmach” agregatu pieniężnego dla Polski.

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

Rysunek 9. „Gmach” polskiego agregatu pieniężnego – 2013 r., mld zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

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 – taki jest też przedmiotem badań porównawczych. W tabeli 5 przedstawione zostały wskaźniki relacji M2 do PKB w wybranych krajach.

Tabela 5. 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
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>11</i>	<i>12</i>	<i>13</i>	<i>14</i>
Luksemburg			588,9	673,8	670,8	<b>683,1</b>	594,0	601,7	536,0	499,1	480,3	483,7	820
Hongkong			224,4	251,7	274,8	297,4	299,6	324,4	325,3	328,0	335,3	<b>352,7</b>	598
Japonia	142,2	187,4	240,6	206,6	204,0	202,8	209,1	227,0	226,1	238,4	241,2	<b>247,8</b>	420
Holandia	62,2	76,7	128,7	175,0	177,0	183,0	185,6	222,2	226,0	233,0	<b>238,9</b>	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	<b>194,5</b>	330
Portugalia			113,6	107,2	111,0	121,7	144,8	176,1	186,1	<b>202,5</b>	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	<b>188,0</b>	182,3	309
Hiszpania			95,3	137,7	161,8	179,9	189,2	210,1	<b>212,0</b>	204,8	193,9	178,1	302
Austria			139,1	161,6	166,7	175,8	191,1	<b>201,9</b>	193,6	187,1	175,5	164,7	279
Niemcy			164,3	176,4	176,5	177,1	181,9	<b>193,4</b>	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	<b>165,1</b>	156,9	266
Francja			97,9	114,4	119,8	129,2	135,8	145,9	150,2	<b>158,5</b>	157,8	151,1	256
W. Brytania	30,6	87,1	101,2	122,5	132,1	145,0	166,6	<b>178,4</b>	177,0	163,5	161,6	150,9	256
Irlandia	44,3	43,7	107,3	201,4	227,5	225,8	200,6	<b>232,4</b>	191,5	167,9	160,8	147,8	251
Belgia			119,1	120,1	120,1	122,3	125,4	<b>140,9</b>	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	<b>117,9</b>	115,1	195

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>11</i>	<i>12</i>	<i>13</i>	<i>14</i>
Grecja				89,0	89,3	94,3	104,9	<b>115,5</b>	108,0	97,9	100,1	107,8	183
USA	69,4	71,0	68,3	71,9	74,1	79,2	84,3	<b>90,4</b>	84,8	87,1	87,4	88,4	150
Szwecja	51,1	42,2	38,2	71,6	77,0	87,5	86,9	<b>99,8</b>	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	<b>84,1</b>	143
Bułgaria			34,8	54,8	61,1	67,5	64,3	69,9	72,0	75,6	79,6	<b>83,8</b>	142
Czechy			60,9	55,7	58,4	62,1	67,3	72,1	72,8	74,2	<b>77,3</b>	77,0	131
Dania	42,1	57,0	45,1	62,1	64,1	69,8	80,2	<b>92,3</b>	83,9	74,3	74,6	72,1	122
Słowenia			44,1	52,8	53,0	63,8	63,2	76,9	<b>82,7</b>	80,7	76,3	71,9	122
Chorwacja			40,3	57,7	62,5	67,5	65,3	68,7	78,5	78,2	<b>80,7</b>	69,8	118
Estonia			27,9	62,5	60,8	55,9	56,0	60,2	59,6	<b>68,4</b>	67,4	66,7	113
Ukraina			18,6	44,0	48,0	55,0	54,4	53,4	55,2	52,6	54,9	<b>62,5</b>	106
Węgry			45,0	51,3	54,0	56,6	58,0	63,0	63,5	<b>64,9</b>	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	<b>59,0</b>	100
Rosja			21,5	33,4	37,6	42,8	39,4	49,2	51,4	51,5	51,5	<b>55,8</b>	95
Litwa			22,9	41,0	43,7	44,6	39,5	48,6	<b>50,9</b>	47,5	47,4	47,3	80
Łotwa			27,8	43,3	49,3	42,7	37,3	44,9	<b>51,4</b>	46,7	44,1	43,0	73

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 w pewnym stopniu 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 i gromadzą zasoby pieniądza innych krajów – Luksemburg, Hongkong, czy Japonia. Jest oczywiste, że najniższą ma wartość dla krajów postkomunistycznych, gdzie systemy bankowe dopiero budują swe struktury i pozycje w gospodarkach po okresie komunizmu, gdy nie pełniły właściwej rynkowej roli – a jako że właściwie wciąż są one 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 mały. W Polsce relatywnie niska wartość agregatu pieniężnego na starcie transformacji w 1990 r. (31,8%) wynikała z deprecjacji zasobów pieniężnych wywołanej silnym skokiem średniego poziomu cen, co było skutkiem wycofania się państwa z dotowania cen, a czego nie należało interpretować jako inflacji w klasycznym sensie tego mechanizmu [Żyżyński, 1998], przy jednoczesnym niezwaloryzowaniu zasobów oszczędności<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> W artykule: J. Żyżyński, *Pieniądz egzogeniczny jako baza dla emerytur kapitałowych* [w:] *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, red. J. Czekaj, S. 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 przypadku Polski zasób ten powinien być odbudowany z jednej strony dla dostarczenia środków dla emerytur kapitałowych, z drugiej zaś strony dla finansowania reindustrializacji gospodarki.

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, 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 jaka miała miejsce w latach 80. i w większości krajów najwyższą wartość wskaźnik osiągnął w 2009 r.; sukcesywnie rósł w krajach pokomunistycznych, szczególnie w Chinach.

Po to, by w Polsce zasób pieniądza osiągnął poziom bliski 100% PKB, by zatem pieniądz mógł pełnić swe funkcje niezbędne we współczesnej gospodarce, by zabezpieczał „gładkość” i stabilność procesów gospodarczych, niezbędne, by było przynajmniej podwojenie tej części agregatu M2, którą stanowi pieniądz zdeponowany w bankach. W ramach „normalnych” procesów ekonomicznych, odkładania oszczędności przez ciułaczy, byłaby to kwestia bardzo długiego czasu, nie da się w krótkim czasie naprawić naturalnymi mechanizmami błędów poczynionych na starcie procesu transformacji gospodarczej. Tym bardziej, że w Polsce poziom wynagrodzeń jest drastycznie niski. Tabela 6 ilustruje podstawowe miary poziomu wynagrodzeń na przestrzeni kilkunastu minionych lat.

**Tabela 6. Miary poziomu: średnia, dominanta, kwartyle pierwszy, drugi i trzeci oraz dziewiąty decyl dla wynagrodzeń w Polsce w latach 1999–2014**

Wyszczególnienie		1999	2001	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	1999=100
Średnia	PLN	1697	2217	2230	2369	2654	3232	3544	3896	4108	242,1
Dominanta	PLN	1155	1441	1397	1466	1592	2086	2008	2170	1927	166,8
	% średniej	68	65	63	62	60	65	57	56	47	69,1
Q1/4	PLN	1092	1313	1278	1334	1460	1827	2011	2168	2289	209,6
	% średniej	64	59	57	56	55	57	57	56	56	87,5
Q2/4	PLN	1487	1829	1827	1911	2130	2642	2906	3113	3295	221,6
	% średniej	88	83	82	81	80	82	82	80	80	90,9
Q3/4	PLN	2098	2573	2619	2763	3095	3763	4152	4513	4769	227,3
	% średniej	124	116	117	117	117	116	117	116	116	93,5
D9/10	PLN	2967	3684	3761	3969	4521	5394	5890	6595	6969	234,9
	% średniej	175	166	169	168	170	167	166	169	170	97,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.



Jak widzimy, w ciągu kilkunastu lat nastąpiły istotne zmiany w relacjach między miarami poziomu wynagrodzeń. Średnie wynagrodzenia wzrosły w tym okresie 2,42 razy, czyli o 142% – podczas gdy, co warto odnotować, PKB w tym czasie wzrosło 2,6 razy – o 160%. W tym samym czasie dominanta wynagrodzeń wzrosła 1,67 razy, czyli tylko o 66%, natomiast mediana (drugi kwartyl) 2,27 razy, czyli o 127%. Wszystkie te podstawowe miary poziomu wynagrodzeń rosły wolniej niż PKB – średnia o 18 pkt proc., a dziewiąty decyl o 25 pkt proc., podczas gdy dla dominanta ta różnica była najwyższa: 93 pkt proc.; znaczna też dla pierwszego kwartyla, „odcinającego” pierwsze 25% populacji: 50 pkt proc. Jak widzimy, podczas gdy jeszcze w 1999 r. dominanta stanowiła 68% średnich wynagrodzeń, to w 2014 r. już tylko 47% – tylko w ciągu dwóch lat 2012–2014 nastąpił skok z 56% do 47%. Świadczy to o tym, że znaczna część wynagrodzeń koncentruje się w okolicy najniższej płacy. Te dane wskazują na rosnącą asymetrię rozkładu dochodów i biednienie polskiego społeczeństwa. W takiej sytuacji trudno oczekiwać, że wzrosną oszczędności Polaków, że agregat M2 w jego drugiej, depozytowej części, wzrośnie w wyniku naturalnych procesów ekonomicznych. Przypomnijmy jednak, że oszczędności jako takie, przy danych inwestycjach – szkodzą wzrostowi gospodarczemu, a przy jednoczesnym stopniowym spychaniu płac w dół jest mechanizmem wzmacniającym negatywne tendencje. Ale pozostawienie większej części dochodów w grupach bogatych o naturalnej wyższej skłonności do oszczędzania i zatrzymywanie wyższych zysków w przedsiębiorstwach sprzyja powstawaniu „wolnego pieniądza”, czyli nadpłynności, która musi być lokowana w systemie finansowym – jest to swoista „walka o pieniądź” w ramach gospodarki, którą określono jako „finansyzację” (finansjalizację).

Tymczasem, w światowej gospodarce już lata 90. i cały okres od początku XXI wieku to okres kwitnącej i rozszerzającej się finansyzacji, w której nie tylko coraz większą rolę w gospodarkach krajów zachodnich, a zwłaszcza w USA, odgrywają instrumenty pochodne. Znamieniem ewolucji, jaka dokonywała się w gospodarkach krajów zachodnich był ogólny wzrost operacji finansowych i uzależnienia gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, rządów od sektora finansowego – który uzależnia długiem i sam generuje instrumenty tego zadłużania wewnątrz samego sektora finansowego.

W USA od roku 1979 do roku 2005 PKB wzrosło 4,9 razy (z 2563,3 do 12455,8 bln dolarów), a w tym czasie ogólny dług na rynkach kredytowych wzrósł 9,6 razy, w efekcie relacja ogólnego długu do PKB wzrosła dwukrotnie: z 167% do 329%, a ogólny dług sektora finansowego wzrósł 26-krotnie<sup>13</sup>. Udział zadłużenia sektora finansowego w ogólnym długu zwiększył się 2,7 razy: 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 jednak udziały

<sup>13</sup> Te i następne dane z: [Palley, 2007]

w gigantycznym wzroście ogólnego długu. W wyniku ogólnego narastania zadłużenia dług krajowego sektora niefinansowego wzrósł 7,4 razy (przy wzroście PKB 4,9 razy), a konsumpcyjny kredyt odnawialny 15,4 razy (jako efekt rozwoju technologii wykorzystywania instrumentów dłużnych – kart kredytowych); zadłużenie kredytem odnawialnym wzrosło 7,3 razy, w efekcie relacja tego długu do PKB zwiększyła się z 140% do ponad 200%, półtorakrotnie. Szczególnie dynamicznie rosło zadłużenie hipoteczne: z 1330 bln dolarów do 12149 bln dol. – ponad 9 razy. Jak dzisiaj wiemy, te długi hipoteczne, obciążone gigantycznym ryzykiem doprowadziły do kryzysu. Bo przecież dług jednych jest majątkiem innych, niespłacalność długu i spadek jego wartości, jak i spadek wartości zabezpieczeń, to strata dla innych – czasami milionów wierzycieli, a wśród nich tych, którzy powierzyli swe majątki na grę iluzjami rynków finansowych.

Mamy więc do czynienia ze zjawiskiem w pewnym sensie nowym i osobliwym: po to, by zadłużyć, sektor finansowy generuje instrumenty zadłużania inne niż pieniądz – 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 pieniądz – tyle, że przejmowany przez tenże sektor finansowy.

W ten sposób dochodzi do swoistego paradoksu: pieniądz w osobliwy sposób „wyradza się” ze swojej roli jest już nie tylko prawem do nabywania dóbr i usług, ale i do nabywania samego siebie w innych formach swej egzystencji – staje się nie tylko prawem do nabywania tego, co ma służyć zwykłemu człowiekowi, zaspokajając jego potrzeby i ułatwiać mu życie, ale także **prawem do nabywania pieniądza**. Jak zauważa Robert Shiller w książce *Finanse i dobrobyt społeczny*, „wielu ludzi w sektorze finansowym koncentruje się na robieniu pieniędzy”<sup>14</sup>. Ale cóż oznacza zatem to „robienie pieniędzy” – w myśl naszego nowego sposobu rozumienia tego pojęcia zawsze chodzi o to, by ostatecznie 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, wrywamy społeczeństwu część tych praw. Można powiedzieć co prawda, że istotą gospodarki rynkowej w ogóle jest nic innego jak dążenie uczestników rynku do „wrywania” 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 współdziałaniem, 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

<sup>14</sup> Cyt. za [Mączyńska, 2015, s. A28].

i usług – wszyscy się w ten sposób wzbogacają, bo pieniądź zostaje przekazany w zamian za wytworzenie wartości realnych – to rzeczy materialne i niektóre usługi, wartości realne są naszym bogactwem prawdziwym, pieniądź to tylko narzędzie ich podziału. Ale jeśli zawłaszcza się część tych narzędzi nic realnego społeczeństwu nie oferując, to jest to coś bardziej na kształt rabunku, a pieniądź nie jest prawem do nabywania dóbr i usług – jest narzędziem rabunku tego prawa innym. Można też powiedzieć, że ten kryzys funkcji pieniądza jako prawa ma swoje szerokie konsekwencje w kryzysie jego funkcji informacyjnej [Gotz-Kozierekiewicz, 2010, s. 467–480] – funkcja informacyjna to jakby drugie oblicze funkcji pieniądza jako prawa.

### KRYZYS INSTYTUCJI

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

Na przykład powoduje, że dla instytucji publicznych stawia się cel osiągnięcia nadwyżki budżetowej. Jest to oczywisty błąd, bo oznacza, że społeczeństwo oddało władzy publicznej część swych uprawnień do nabywania dóbr i usług, a państwo ich nie wykorzystało, w wyniku czego część tego, co społeczeństwo wyprodukowało, nie została wykupiona – a to oznacza 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 makroekonomicznej [Łaski, 2009], lecz 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 systemie<sup>15</sup>, w którym pieniądź „wyrodził się” ze swej funkcji ekonomicznej [Borooah, 2014]. Jak dowodzi 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 kraje mają własne waluty.

---

<sup>15</sup> Jest to uczenie nazywane „nadmiernym wykorzystywaniem dźwigni finansowej” – i to przez same instytucje finansowe.

W znakomitej monografii Roubini i Mihm [Roubini, Mihm, 2011] dowodzą, że kryzys miał przede wszystkim instytucjonalny charakter, wynikał z rozpowszechnienia wśród instytucji finansowych, w tym bankowych, nadmiernego finansowania operacji dźwignią finansową, wykorzystywania na szeroką skalę sekurytyzacji poprzez tworzenie instrumentów finansowych maskujących narastające realne ryzyko transakcji, a obciążonych dużym ukrytym ryzykiem, przy jednoczesnej degrengoladzie moralnej topowych środowisk menedżerskich (tzw. CEO), wynagradzanych bardzo wysoko bez względu na wyniki, niszczących ład korporacyjny (*corporate governance*). Trafnie zauważają, że nie da się znaleźć skutecznego i trwałego wyjścia z kryzysu jeśli nie powróci się do jakiejś nowej formy regulacji podjętych po Wielkim Kryzysie lat 30. XX wieku, a przede wszystkim ustawy analogicznej do sławnej *Glass-Steagall Act*. Gorzej, że oczywiste wnioski nie znajdują zrozumienia i brakuje sił politycznych zdolnych je przeprowadzić.

Trzeba jasno powiedzieć, że kryzys instytucji zaczął się od zmiany filozofii myślenia o sprawach ekonomicznych, jaki miał miejsce od przełomu lat 70. i 80. XX wieku. Największe piętno 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 zeterminowany 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 ciążące na współczesnym systemie finansowym to odejście od przywołanej wyżej amerykańskiej ustawy *Glass-Steagall Act*. To prawda, że ustawa ta stała na przeszkodzie obecnemu żywiłowemu rozwojowi rynków finansowych<sup>16</sup> – aczkolwiek dotyczyła Stanów Zjednoczonych, to przecież miała wpływ na najpotężniejszą gospodarkę i największy system finansowy.

Jednak R. Petru jest w błędzie sądząc, że jej zniesienie było korzystne dla rozwoju światowej gospodarki. Z ustawą *Glass-Steagall Act* wiąże się wiele

---

<sup>16</sup> Bezpośrednio ustawa ta w 1999 r. blokowała przejęcie grupy ubezpieczeniowo-inwestycyjnej Travelers Group przez grupę bankową Citicorp (R. Petru, *Koniec Wolnego Rynku, Geneza kryzysu?* Narodowe Centrum Kultury, Warszawa 2014, s. 36) – no to ją bez ceregieli i bez przemyślenia unieważniono. Niestety, pomimo obecnego kryzysu wciąż wielu prominentnym osobom brakuje zrozumienia, że był to błąd – co zauważają też Roubini i Mihm.

nieporozumień, nie docenia się, że miała ona kluczowe znaczenie dla stabilności systemu bankowego. Została wprowadzona przez Kongres Stanów Zjednoczonych w 1933 roku, po Wielkim Kryzysie i jej istotą, podstawowym sensem było:

- 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 ani przyjmowania do grona członków organizacji przeprowadzających transakcje z wykorzystaniem papierów wartościowych;
- zakaz wykorzystania kredytu otrzymanego od FED dla celów spekulacyjnych [Walkiewicz, 2001].

Dzięki tym zasadom system bankowy funkcjonował bez zakłóceń, zmaksymalizowane zostało bezpieczeństwo wkładów depozytowych, a co najważniejsze – pełnił 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 Mishkin, chroniło je przed konkurencją [Mishkin, 2001, s. 349] – 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 (pokazane to zostało na rys. 2 i 3). W efekcie, jak pokazaliśmy, środki deponentów najpierw są odnotowane w pasywach jako zobowiązanie i jako gotówka w aktywach, a potem w aktywach jako kredyt o tej samej wartości i gdy kredyt zostaje spłacony, to gotówka ta wraca do banku i do deponenta, gdy zechce wyjąć swój wkład depozytowy. 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 możliwość osiągnięcia zysków, miały bowiem ograniczoną paletę dostępnych instrumentów inwestycyjnych, a jednocześnie obowiązywały 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 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 Ronalda 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 Billa 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 i 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 swą działalność motywowane przede wszystkim do zwiększania wartości własnych akcji i dywidend wypłacanych swym akcjonariuszom, zostały zmuszone do szukania wszystkich sposobów zarabiania, nawet kosztem utraty wiarygodności wobec klientów – naciągania ich na różne, inne niż zwykłe terminowe depozyty, wyrafinowane formy lokowania pieniędzy, które dają 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 instytucjami zaufania publicznego<sup>17</sup>.

Następowała stopniowa erozja zaufania na linii instytucja finansowa – klient i dotyczyła nie tylko banków. Fundusze inwestycyjne przedkładały zysk swych właścicieli nad odpowiedzialność wobec klientów, którzy powierzyli im swe

<sup>17</sup> Zwracając na to uwagę także Roubini i Mihm.

oszczędności w – jak się okazywało, złudnej – nadziei, że aktywne inwestowanie da znacznie większe korzyści niż bierne oszczędzanie w bankach. Jak z goryczą stwierdza doświadczony finansista-praktyk John Bogle „orgiastyczna spekulacja, której jesteśmy świadkami, źle służy uczestnikom rynku, służy wyłącznie Wall Street” [Bogle, 2009] – i analizuje wiele grzechów współczesnej rozpaśanej gospodarki kasyna.

Jak więc widzimy, kryzys w amerykańskim systemie bankowym miał więc swe pierwotne źródło w napędzających rozwój systemu finansowego, ale destabilizujących go deregulacjach. Ale przecież 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, między innymi przez tak zwane „normy ostrożnościowe” – sprawdzał się przez dziesiątki lat, w wielu zresztą krajach – i nie destabilizował gospodarek. W gruncie rzeczy system banków specjalistycznych doprowadził do dynamicznego rozwoju rynku kapitałowego jako alternatywnego w stosunku do kredytów bankowych źródła pozyskiwania środków finansowych i doprowadził do ukształtowania się rozwiniętej giełdy i silnych banków inwestycyjnych, które z czasem podjęły ekspansję także na rynkach kapitałowych za granicą [por. Gostomski, ([http](#))]. 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, mniej narażone na upadłość [por. Gostomski, ([http](#))].

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” kapitalizmu” [Albert, 1994]). Po zniesieniu ograniczeń nałożonych ustawą Glassa i Steagalla nastąpiła z jednej strony integracja banków inwestycyjnych z bankami komercyjnymi, co doprowadziło do powstania gigantów, o których mówi się teraz, że mają tak wielki wpływ na gospodarke, że „są za duże, by upaść”, a z drugiej strony wypracowano wyrafinowane metody 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 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, jest znamienne, że Antony 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”) [Jański, ([http](http://))].

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 na to odpowiedzieć, trzeba zapytać, co to znaczy na przykład, że metody sekurytyzacji „uwalniają część kapitału zmrożonego 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 wysoko<sup>18</sup>, silniejsze były zatem bodźce ku finansowaniu na rynkach finansowych. W wyniku tych zmian, jakie nastąpiły od lat 80., kredytodawcami netto stały się po pierwsze przedsiębiorstwa, które w wyniku redukcji opodatkowania zysków dysponują olbrzymimi wolnymi środkami i dostrzegają, że gra na rynkach finansowych może być bardziej rentowna, i to w krótkim okresie, niż tradycyjna działalność produkcyjna<sup>19</sup>, oraz po drugie – wąska grupa

---

<sup>18</sup> 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% – podczas gdy ponad 86% ogółu podatników płaciło podatek nie wyższy niż 20%, a prawie 95% nie wyższy niż 25%. Jednocześnie podatnicy poprzez system bodźców podatkowych (*tax incentives*) byli silnie motywowani do oszczędzania i inwestowania swych dochodów.

<sup>19</sup> Często dochodzi do paradoksalnej ekonomicznej sytuacji, że przedsiębiorstwa przemysłowe coraz więcej swej aktywności kierują na spekulowanie na rynkach finansowych, zamiast inwestować w sferze realnej.



osób bogatych, które koncentrują w swych rękach znaczną część wypracowywanych we współczesnej gospodarce dochodów. Natomiast kredytobiorcami w coraz większym stopniu stają się gospodarstwa domowe, silnie uzależniane 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 było powiedziane, w USA w latach 1980–2005 podczas gdy PKB wzrosło 4,9 razy, zadłużenie gospodarstw domowych wzrosło 9,2 razy, a sektora niefinansowego 7,4 razy, 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 zostały tempa wzrostu gospodarczego różnych krajów w przedziałach lat.

**Tabela 7. Roczne tempa wzrostu krajów**

Kraj	Roczna stopa wzrostu PKB %				
	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: [Mishel, Bernstein, Allegreto, 2007].

Dane te wyraźnie pokazują, że proces degradacji zaczął się od pierwszych lat „rewolucji neoliberalnej”, bo 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.

#### UWAGI KOŃCOWE

O systemie finansowym coraz częściej mówi się, że stał się gigantyczną hydrą oplatającą swymi mackami 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” [Toporowski, 2012, s. 12], słusznie twierdząc, że „rozwiązania kryzysu zadłużeniowego nie można powierzać bankierom” [Toporowski, 2012, s. 11]. Ale czyż współczesny świat sektora finansowego, w którym „finanse finansują głównie

finanse” [Toporowski, 2012, s. 158], 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., 1994, *Kapitalizm kontra kapitalizm*, Signum, Kraków.
- Bartkowiak R., 2003, *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa.
- Bogle J.C., 2009, *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*, PTE, Warszawa.
- Borooh V.K., 2014, *Europe in an Age of Austerity*, Palgrave Macmillan.
- Friedman M., 1994, *Intrygujący pieniądz*, Wydawnictwo Łódzkie, Łódź.
- Galbraith J.K., 1982, *Pieniądz pochodzenie i losy*, PWE, Warszawa.
- Gostomski E., *Zbieżność modeli systemów bankowych*, [www.bankier.pl/wiadomosc/Zbieznosc-modeli-systemow-bankowych-1838476.html](http://www.bankier.pl/wiadomosc/Zbieznosc-modeli-systemow-bankowych-1838476.html) (dostęp: 02.10.2008).
- Gotz-Kozierkiewicz D., 2010, *Kryzys informacyjnej funkcji pieniądza*, „*Ekonomista*” nr 4/2010.
- Jański J., *Koniec ery uniwersalnych banków?*, <http://www.karierawfinansach.pl/w-branzy/artukul/koniec-ery-uniwersalnych-bankow> (dostęp: 27.01.2015).
- Łaski K., 2009, *Mity i rzeczywistość w polityce gospodarczej i w nauczaniu ekonomii*, INE PAN, Wydawnictwo Fundacja Innowacja, Wyższa Szkoła Społeczno-Ekonomiczna w Warszawie, Warszawa.
- Łaski K., 2015, *Wykłady z makroekonomii. Gospodarka kapitalistyczna bez bezrobocia*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Mączyńska E., 2015, *Brzydota i piękno świata finansów*, wywiad Rafała Wosia, „*Dziennik Gazeta Prawna*” 3-01/01.02.2015.
- Mishkin F.S., 2001, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa.
- Mosler W., 2014, *Siedem śmiertelnie niewinnych oszustw polityki ekonomicznej*, Boiling Frog Publishing House, Warszawski Instytut Nowoczesnej Teorii Monetarnej, Warszawa.
- Money creation in the modern economy*, 2014, Bank of England Quarterly Bulletin, Q1. Bank of England.
- Palley T.L., 2007, *Financialization: What It Is and Why It Matters*, The Levy Economics Institute od Bard College, Working Paper No. 525, Washington.
- Petru R., 2014, *Koniec Wolnego Rynku, Geneza kryzysu?*, Narodowe Centrum Kultury, Warszawa.
- Roubini N., Mihm S., 2011, *Ekonomia kryzysu*, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa.
- Sopoćko A., 2015, *Iluzja pieniądza*, PWN, Warszawa 2015.
- Toporowski J., 2012, *Dlaczego gospodarka światowa potrzebuje krachu finansowego*, Książka i Prasa, Warszawa.
- Walkiewicz R., 2001, *Bankowość Inwestycyjna*, Warszawa.
- Żyżyński J., 1998, *Pieniądz a transformacja gospodarki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.

Żyżyński J., 2014, *Pieniądz egzogeniczny jako baza dla emerytur kapitałowych* [w:] *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWE, Warszawa.

Żyżyński J., 2015, *Pieniądz jako prawo w aspekcie kryzysu jego funkcji we współczesnej gospodarce* [w:] *Gospodarka na rozdrożu XXI wiek*, red. A.Z. Nowak, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa.

### *Streszczenie*

Artykuł podejmuje kwestię roli pieniądza we współczesnej gospodarce. Proponuje redefinicję tego pojęcia i zdefiniowanie go jak „prawa do nabywania dóbr i usług”. Ten sposób rozumienia pieniądza pozwala lepiej zrozumieć jego funkcje w gospodarce i prowadzi do ważnych wniosków. Autor pokazuje mechanizm kreacji pieniądza w procesach realizacji funkcji pośrednictwa w systemie bankowym i rolę banku centralnego oraz związków z zagranicą ukazywanych w bilansie płatniczym. Opisuje kształtowanie agregatu pieniężnego i dowodzi, że kryzys współczesnego pieniądza w jego funkcjach ekonomicznych ma swe źródła w kryzysach instytucji współczesnego systemu finansowego.

*Słowa kluczowe:* pieniądz, banki, kreacja pieniądza, kryzys instytucji

### **Money and Cohesion of Economic Processes**

#### *Summary*

The paper deals with an issue of a role of money in a modern economy. It proposes a new definition of this term and specifies it as “rights to buy goods and services”. Such a way to understand money allows to better understand its functions in the economy and leads to important conclusions. The author shows mechanism of money creation in processes of intermediation in a banking system and discusses a role of a central bank and international relationships reflected in a balance of payments. He describes creation of money aggregates and argues that crisis of modern money in its economic functions results from crises of institutions of the modern financial system.

*Keywords:* money, banks, money creation, institutional crisis

JEL: E40, E50