

Marek Ratajczak, Izabela Bludnik***

TEORIA OBIEGU PIENIĘŻNEGO W WARUNKACH FINANSJALIZACJI

(Artykuł nadesłany: 16.10. 2017 r.; Zaakceptowany: 31.11. 2017 r.)

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest krytyczna analiza tradycyjnej wersji heterodoksyjnej teorii obiegu pieniężnego, sformułowanej w latach 60. i 70. XX w., oraz późniejszych prób jej modyfikacji pozwalających na uwzględnienie narastającej finansjalizacji i zmian otoczenia zachodzących pod jej wpływem. W artykule pokazano, że makroekonomiczne modele obiegu pieniężnego zaczęły przybierać zaawansowaną postać głównie pod wpływem kryzysu z lat 2007–2009. Dzięki temu znacznie lepiej oddają stopień skomplikowania i wagę relacji finansowych we współczesnych gospodarkach rynkowych. Równocześnie jednak wielopłaszczyznowość finansjalizacji oraz wciąż jeszcze stosunkowo mało rozwinięty poziom jej analizy powodują, że próby wbudowania finansjalizacji do takich koncepcji jak teoria obiegu pieniężnego są z założenia bardzo trudne i narażone na zarzut zbytniego upraszczania rzeczywistości. W rezultacie w odniesieniu do dzisiejszych modeli obiegu pieniężnego z uwzględnioną finansjalizacją można sformułować zastrzeżenia, które osłabiają zarówno ich moc eksplanacyjną, jak i szanse na konkurowanie z modelami głównego nurtu.

Słowa kluczowe: teoria obiegu pieniężnego, finansjalizacja, postkeynesizm.

Klasyfikacja JEL: B59, E44

* Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu; e-mail: marek.ratajczak@ue.poznan.pl

** Uniwersytet Szczeciński; e-mail: izabela.bludnik@wzieu.pl

WSTĘP

Makroekonomiczna teoria obiegu pieniężnego (*monetary circuit theory* – MCT) jest podejściem mieszczącym się w ramach ekonomii heterodoksyjnej. Koncentruje się ona na asymetrycznych współzależnościach między trzema grupami podmiotów, a mianowicie przedsiębiorstwami, pracownikami i bankami komercyjnymi, które przedstawiane są przez pryzmat cyrkulacji pieniądza w systemie gospodarczym. Analizie poddany jest tu cały cykl życia pieniądza, od momentu jego wykreowania *ex nihilo* w ramach systemu bankowego, przez przepływy wynikające z dokonywania płatności między podmiotami, aż do momentu ostatecznej jego likwidacji w chwili spłaty zaciągniętego w bankach długu.

Z MCT wiąże się wiele zastrzeżeń co do jej poprawności i spójności. Formułowane są one nie tylko przez przedstawicieli ekonomii głównego nurtu, której fundamenty metodologiczne zawsze implikują odmienną wizję funkcjonowania gospodarki, ale także przez ekonomistów wywodzących się z heterodoksji. Jednym z wątków pojawiających się coraz częściej w najnowszych dyskusjach i polemikach wokół mocy eksplanacyjnej MCT jest brak satysfakcjonującego wyjaśnienia w jej ramach finansjalizacji rozumianej jako autonomizacja sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwanie nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej. W ramach finansjalizacji rynki finansowe oraz elity finansowe uzyskują coraz większy wpływ na politykę ekonomiczną (w wymiarze mikroekonomicznym na poziomie poszczególnych firm, jak i w wymiarze makroekonomicznym) i efekty gospodarowania.

Celem artykułu jest krytyczna analiza tradycyjnej wersji MCT, sformułowanej przez szkołę francusko-włoską, oraz późniejszych prób jej modyfikacji pozwalających na uwzględnienie narastającej finansjalizacji i zmian otoczenia zachodzących pod jej wpływem. Zgodnie z założonym celem w części drugiej opisano oryginalny model obiegu pieniężnego powstały w latach 60. i 70. XX wieku. W części trzeciej artykułu zaprezentowano zastrzeżenia pod jego adresem, które mają istotne znaczenie dla prób wyjaśniania głębokich zmian, jakie zaszły we współczesnych gospodarkach w ostatnich dekadach. Część czwartą poświęcono charakterystyce finansjalizacji jako jednego z najważniejszych współczesnych zjawisk determinujących sposób funkcjonowania systemów rynkowych w wymiarze mikro- i makroekonomicznym. W piątej części przedstawiono zaawansowany model obiegu pieniężnego, uwzględniający rolę, jaką finansjalizacja odgrywa obecnie w przebiegu procesów realnych i pieniężnych. Artykuł zamykają wnioski płynące z przeprowadzonej analizy.

1. STANDARDOWY MODEL OBIEGU PIENIĘŻNEGO

Początków MCT można upatrywać w twórczości François Quesnaya i pozostałych fizjokratów zajmujących się analizą okrężną strumieni pieniężnych i rzeczowych w gospodarce. Myślenie w tych kategoriach było również widoczne u takich eko-

nomistów, jak John M. Keynes, Michał Kalecki, Joan Robinson, Karol Marks, Knut Wicksell czy Joseph Schumpeter. Do odrodzenia analizy w kategoriach obiegu pieniężnego w latach 60. i 70. XX w. przyczynili się ekonomiści francuscy – Bernard Schmitt (1960, 1966, 1975, 1978), Jacques Le Bourva (1962) i Alain Parguez (1975, 1982, 1996, 2001). Inspiracją dla tego renesansu był dorobek Johna Maynarda Keynesa i próba jego interpretacji przy uwzględnieniu fundamentalnych założeń ekonomii heterodoksyjnej, a nie na bazie rozpowszechnionej wówczas syntezy neoklasycznej i modelu IS-LM. Ten sposób analizy wpłynął na twórczość Augusto Grazianiego (1988, 1989, 2003), co dało początek włoskiemu odłamowi szkoły obiegu pieniężnego. Ponadto liczne odwołania do J.M. Keynesa zbliżyły szkołę francusko-włoską do postkeynesistów, zwłaszcza Marca Lavoie (1987), Louisa-Phillipe’a Rochona (1999a, 1999b) czy Marca Seccarecci (1996, 2012) reprezentujących kanadyjskie ośrodki naukowe (Gnos, 2006, s. 87; Argitis i in., 2014, s. 49).

Tradycyjna wersja MCT skupia się na analizie relacji o charakterze pieniężnym zachodzących między przedsiębiorstwami, pracownikami i bankami komercyjnymi. Kluczowe znaczenie mają powiązania przedsiębiorstw z bankami, gdyż to one determinują dostępną ilość środków pieniężnych na rynku. Pieniądz, który ma charakter kredytowy, jest bowiem kreowany i wprowadzany na rynek w wyniku negocjacji między tymi dwiema grupami, przez co staje się zmienną endogeniczną. Przedsiębiorstwa zgłaszają bankom zapotrzebowanie na nowy pieniądz, by móc zapoczątkować proces produkcji dóbr i usług, co oznacza konieczność zatrudnienia i opłacenia siły roboczej. Początkowy popyt na pieniądz ze strony przedsiębiorstw jest zatem tożsamy z wysokością oferowanych wynagrodzeń.

Przedsiębiorstwa mają całkowitą autonomię w kwestiach wielkości zatrudnienia oraz poziomu produkcji i jej podziału między dobra konsumpcyjne i kapitałowe. Pracownicy natomiast decydują jedynie o sposobie wydatkowania swoich płac nominalnych – jaką ich część wydać na rynku dóbr, a jaką zaoszczędzić w postaci depozytów bankowych i/lub zakupionych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa. Dopóki dochód otrzymywany przez pracowników nie zostanie przeznaczony na wydatki konsumpcyjne, ilość pieniądza w obiegu jest równa całkowitemu funduszowi płac. Pieniądz przeznaczony na dobra konsumpcyjne i akcje wraca do przedsiębiorstw, a te wykorzystują go do spłaty swoich zobowiązań względem banków. Ostateczne uregulowanie całego długu oznacza likwidację wykreowanego na początku pieniądza i zamknięcie cyklu obiegowego.

Jeżeli pracownicy wydają cały swój dochód, wtedy nie ma znaczenia, gdzie są dokonywane zakupy – na rynku dóbr czy finansowym – gdyż w obydwu przypadkach przedsiębiorstwa odzyskują całość wydatków na wynagrodzenia, poczynionych na początku cyklu. Dzięki temu cykl obiegowy pieniądza zostaje zamknięty bez żadnych strat. Jeżeli jednak pracownicy zdecydują się utrzymać część swoich oszczędności w formie depozytów bankowych, do przedsiębiorstw powróci mniej pieniądza, co oznacza, że jego część nie ulegnie likwidacji i będzie istnieć w postaci niespłaconego długu przedsiębiorstw względem banków. W tej sytuacji

przedsiębiorstwa mogą wystąpić do banków o udzielenie nowego kredytu na rozpoczęcie kolejnego procesu produkcji. Jeśli banki wyrażą na to zgodę, całkowity zasób pieniądza wzrośnie i będzie równy wynagrodzeniom wypłaconym na początku nowego cyklu plus wielkość depozytów pracowników, przeniesionych z poprzedniego cyklu. Bank może również wyrazić zgodę na udzielenie nowego kredytu wtedy, gdy przedsiębiorstwa, zamiast spłacać swój dług, wykorzystują wpływy ze sprzedaży dóbr i papierów wartościowych na zapoczątkowanie kolejnej rundy produkcji.

Kluczowe dla całego wywodu jest rozróżnienie początkowych oraz finalnych środków finansowych. Te pierwsze to krótkoterminowe płynne środki dostarczane za pośrednictwem rynku pieniężnego w formie kredytu na finansowanie wynagrodzeń pracowników. Kredyt bankowy może być więc wykorzystany wyłącznie do pokrycia bieżących kosztów produkcji, natomiast nie ma możliwości przeznaczenia go na cele długookresowe.

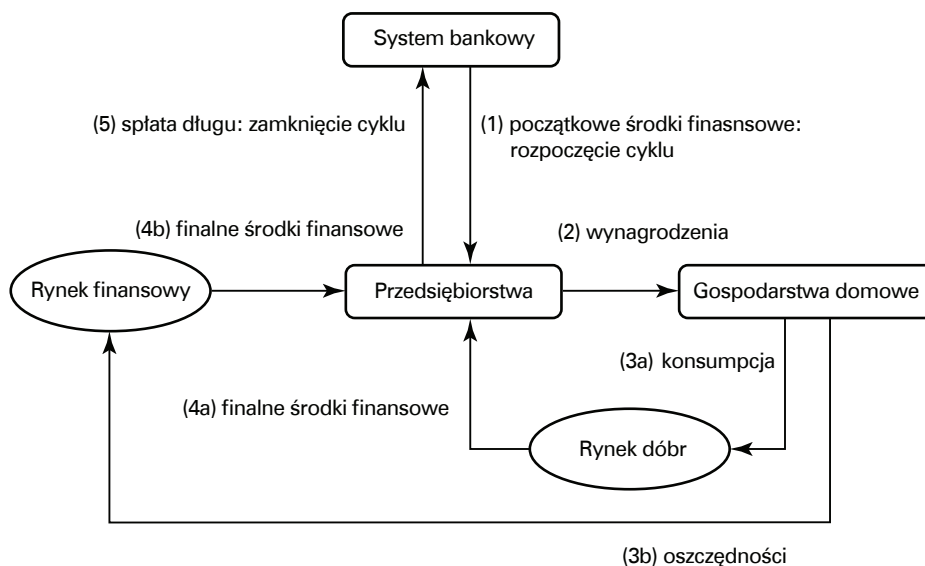
Inaczej rzecz się ma z finalnymi środkami finansowymi, które są przeznaczane na cele inwestycyjne. Popyt na nie pojawia się na ostatnim etapie cyklu obiegowego. Są to płynne środki, które przedsiębiorstwa odzyskują w postaci wpływów ze sprzedaży dóbr lub nowych emisji akcji. Nie ma znaczenia, z którego źródła przedsiębiorstwo pozyskuje wpływy. Ważne jest to, by środki finalne pozwoliły pokryć całkowite wydatki i spłacić zobowiązania wobec banków. Stąd wniosek, że zadaniem banków nie jest tu finansowanie inwestycji sektora prywatnego, lecz zapewnienie dostępu do początkowych środków umożliwiających rozpoczęcie produkcji. Od bankowych prognoz zagregowanego popytu zależy, komu zostanie udzielony kredyt i kto będzie mógł rozpocząć proces wytwórczy. Rynki finansowe natomiast mają pomagać w odzyskaniu przez przedsiębiorstwa oszczędności zgromadzonych przez pracowników. Ich rolą jest pasywne przekazywanie zakumulowanych przez gospodarstwa domowe środków na długookresowe finansowanie przedsięwzięć podejmowanych przez przedsiębiorstwa (Graziani, 1989, 2003).

W sposób modelowy i graficzny tok rozumowania związany z MCT próbowali zaprezentować przede wszystkim M. Seccareccia (2012) oraz M.V. Passarella (2014). Z uwagi na swą prostotę i przejrzystość interesująca jest – jak się wydaje – zwłaszcza wersja M.V. Passarelli, zilustrowana rysunkiem 1. To właśnie ten przykład myślenia w kategoriach cyrkulacji pieniądza jest szczególnie często przywoływany. Zarazem trzeba jednak zwrócić uwagę na fakt, że pewne charakterystyczne cechy modelu M.V. Passarelli osłabiają moc eksplanacyjną całej MCT i dostarczają dodatkowych argumentów jej krytykom.

Zgodnie z powszechnie przyjętą przez zwolenników MCT konwencją, M.V. Passarella pomija sektor rządowy i zagraniczny. Natomiast w przeciwieństwie do innych konstrukcji, w tym autorstwa M. Seccarecci, dodatkowo nie uwzględnia możliwości przeznaczania przez gospodarstwa domowe części dochodu na zwiększanie depozytów bankowych. Jak już sygnalizowano, wzrost preferencji płynności gospodarstw domowych ma tu jednak istotne znaczenie. Wpływa bowiem bezpośrednio na możliwość odzyskania przez przedsiębiorstwa środków wypłaconych w formie wynagrodzeń, co z kolei decyduje o ich możliwo-

ściach spłaty zobowiązań bankowych i zamknięciu całego cyklu. Należy więc uznać, że wykluczenie sytuacji, w której gospodarstwa domowe lokują część swojego dochodu w formie depozytów, jest nadmiernym uproszczeniem nie oddającym w pełni ani zachowań pracowników, ani problemów związanych z obiegiem pieniądza w gospodarce.

Rysunek 1. Standardowy model obiegu pieniężnego



Źródło: Passarella (2014, s. 22).

2. KRYTYKA TRADYCYJNEGO UJĘCIA OBIEGU PIENIĘŻNEGO

Model zaprezentowany przez przedstawicieli MCT poddali krytyce ekonomiści głównego nurtu, przede wszystkim monetaryści i nowoklasycy, będący zwolennikami teorii ilościowej oraz egzogeniczności podaży pieniądza. Jednak również w granicach założeń metodologicznych i teoretycznych typowych dla ekonomii heterodoksyjnej można sformułować pewne wątpliwości, które nabierają szczególnego znaczenia w obliczu relacji i zjawisk powszechnie obserwowanych we współczesnych gospodarkach. Szczególnie zaskakujący – zważywszy na korzenie MCT – wydaje się fakt, że pieniądź jest na jej gruncie rozważany wyłącznie w kategoriach strumieni płatności i dochodów (zarówno od strony popytu, jak i podaży). Nie ma natomiast możliwości, by pojawił się zasób pieniądza wynikający z keynesowskich motywów – ostrożnościowego i spekulacyjnego. W ten sposób ignoruje się rolę fundamentalnej niepewności, traktując pieniądź jako środek płatniczy pozbawiony jakiegokolwiek bezpośredniej użyteczności. Nie bierze się też pod uwagę tego, że finansowanie inwestycji wymaga najczęściej zaciągnięcia kredytu długookresowego.

Kwestią, która nie została rozwiązana w sposób satysfakcjonujący w ramach MCT jest zamknięcie całego cyklu. Brak równowagi na koniec każdego cyklu oznaczałby, że w modelu ma miejsce nie obieg, lecz sekwencja następujących po sobie otwartych pętli, z których każda pociągałaby za sobą kumulację zadłużenia przedsiębiorstw w bankach w sposób opisywany przez H. Minsky'ego (1986, 1992). Ten brak równowagi może pojawić się w modelu bardzo szybko, skoro przedsiębiorstwa z jednej strony dążą do maksymalizacji zysków, a z drugiej muszą spłacać odsetki od zaciągniętych kredytów i wypłacać dywidendy akcjonariuszom. Jest zatem oczywiste, że aby zrealizować te cele, przedsiębiorstwa potrzebują większej ilości pieniądza niż ta, która została wykreowana przez banki na początku cyklu. W tej sytuacji musiałoby pojawić się w modelu dodatkowe źródło podaży pieniądza, którym mogłyby być środki emitowane na potrzeby finansowania deficytu budżetowego przez rząd. Wtedy jednak przestałaby obowiązywać kluczowa dla MCT i całej ekonomii heterodoksyjnej koncepcja podaży pieniądza. Środki dostarczane sektorowi publicznemu przez bank centralny miałyby bowiem charakter egzogeniczny, a jedynie część środków – pieniądz kredytowy zdeterminowany popytowo – można by traktować jako kreowaną na zasadzie endogenicznej (Cavalieri, 2004).

Powyższy zarzut wynika wprost z kolejnego problemu zidentyfikowanego w ramach tradycyjnej MCT, a mianowicie braku solidnych mikropodstaw. Jest to konsekwencja zdecydowanego odrzucenia przez omawianą teorię metodologicznego indywidualizmu jako nierealistycznego podejścia, typowego dla ekonomii neoklasycznej. Podczas gdy taki argument ma sens w odniesieniu do wersji mocnej indywidualizmu metodologicznego, to jednak wersja słaba¹ jest nie tylko w pełni zgodna z MCT, ale wręcz niezbędna do tego, by w sposób spójny i logiczny opisać poszczególne fazy cyklu, w tym jego zamknięcie (Zazzaro, 2003).

W odniesieniu do tradycyjnego ujęcia obiegu pieniężnego sformułowano ponadto zarzut, że powstało ono w czasie, gdy sfera finansowa była znacznie mniej skomplikowana. Z tego względu trudno w obecnych czasach kapitalizmu finansowego obronić fundamentalne dla MCT założenie, że kredyt bankowy jest wykorzystywany wyłącznie przez przedsiębiorców w celu pokrycia kosztów produkcji. Duża część akcji kredytowej banków jest obecnie kierowana do gospodarstw domowych z przeznaczeniem na zakup nieruchomości lub innych dóbr konsumpcyjnych. Na tej podstawie można zakwestionować, podkreślany przez

¹ Wersja *mocna* indywidualizmu metodologicznego oznacza, że wszystkie pojęcia i zjawiska społeczne muszą być wywiedzione z celowych i racjonalnych działań jednostek, a bezosobowym instytucjom (takim jak choćby walrasowski licytator), organizacjom czy klasom społecznym nadaje się ludzkie cechy pozwalające im na kontrolowanie przebiegu procesów rynkowych. W wersji *słabej* natomiast odrzuca się możliwość, by bezosobowe instytucje były wyposażone w te same ludzkie cechy i motywy postępowania, co jednostki, które je tworzą. Zaakceptowanie słabego indywidualizmu nie oznacza ani wyłączenia klas czy innych form społecznych organizacji z analizy ekonomicznej, ani też kwestionowania tego, że istniejące instytucje są w stanie wpływać na indywidualne zachowania. Nie prowadzi to również do automatycznej akceptacji marginalistycznej teorii dystrybucji, pełnej racjonalności czy konkretnej teorii pieniądza (Zazzaro, 2003, s. 230–231).

MCT, ścisły związek między zmianami endogenicznie kreowanego pieniądza kredytowego a poziomem produkcji (Michell, 2016).

Ważnym zjawiskiem, które nabrało większego znaczenia w porównaniu z okresem, gdy MCT powstawała i była rozwijana, jest finansjalizacja. Pod jej wpływem istotnie zmieniają się role i funkcje pełnione, z jednej strony, przez banki komercyjne, stawiane w centrum zainteresowania MCT, a z drugiej – przez ignorowane dotychczas w jej ramach pozostałe instytucje finansowe sektora nie-bankowego. Obecnie działalność produkcyjna jest często finansowana za pomocą nowych instrumentów finansowych bez potrzeby zaciągania kredytu bankowego. Można mówić wręcz o zjawisku eliminacji finansowych pośredników (*disintermediation*), które dotyczy zarówno konsumentów (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych), jak i kredytobiorców. Ci pierwsi nierzadko wolą inwestować bezpośrednio w papiery wartościowe niż trzymać zasoby pieniężne w formie depozytów na żądanie. Wielu kredytobiorców natomiast nie zwraca się do banków, chcąc pozyskać środki finansowe, lecz kieruje się ku rynkom kapitałowym (Pilkington, 2009).

3. FINANSJALIZACJA CZYLI KAPITALIZM FINANSOWY

Pojęcie finansjalizacji (czy też finansyzacji)² zyskało na popularności wraz z ostatnim kryzysem finansowym. Wszystkie spotykane w literaturze definicje finansjalizacji łączy wskazywanie rosnącego znaczenia sektora finansowego i kryteriów finansowych w funkcjonowaniu współczesnych gospodarek i całego życia społecznego. Sfera finansowa z roli wspomagania i uzupełniania sfery realnej staje się wręcz dominującym uczestnikiem życia ekonomicznego i społecznego (Epstein, 2005). W wyniku finansjalizacji rynki finansowe i elity finansowe uzyskują coraz większy wpływ na politykę ekonomiczną (nie tylko w wymiarze mikroekonomicznym na poziomie poszczególnych firm, ale i w wymiarze makroekonomicznym) oraz na efekty gospodarowania. Pojawiają się też opinie, że finansjalizacja jest świadectwem nowego stadium kapitalizmu, określanego mianem kapitalizmu finansowego, kapitalizmu rentierskiego, bankokracji czy też kapitalizmu „odcinania kuponów” (Froud i in., 2001). Autorzy najbardziej radykalnych koncepcji uważają, że finansjalizacja jest wręcz zwiastunem swoistej „jesieni” kapitalizmu oraz kształtowania się kompleksu finansowo-politycznego, który swoimi wpływami i znaczeniem przekracza rolę dawnego kompleksu militarno-przemysłowego (Freeman, 2010). Ekonomści nawiązujący do tradycji marksowskiej skłonni są pisać o monopolistyczno-finansowym stadium gospodarki kapitalistycznej (Foster, 2007; Isaacs, 2011).

² W literaturze przedmiotu brak zgodności co do polskiego odpowiednika angielskiego terminu *financialization*. Stopniowo, w znacznej mierze za sprawą konwencji przyjętej przez tłumaczy tekstów anglojęzycznych publikowanych w Polsce, przewagę zyskuje termin finansjalizacja.

Nietrudno zauważyć, że idea finansjalizacji już w sferze definicyjnej wyraźnie wykracza poza ramy analizy typowej dla ekonomii głównego nurtu. Dlatego też dyskusja o finansjalizacji kojarzona jest przede wszystkim z różnymi, niekiedy dość radykalnymi odłamami ekonomii heterodoksyjnej, do której zaliczani są też zwolennicy MCT (Ratajczak, 2012).

Zajmujący szczególne miejsce w ramach ekonomii heterodoksyjnej keynesiści – pamiętając, co pisał ich patron o tak zwanym kapitalizmie kasynowym i roli spekulacji, o jego braku akceptacji dla idei neutralności pieniądza wobec sfery realnej, a także zdecydowanej niechęci do zachowań rentierskich (Keynes, 1985) – są skłonni dostrzegać pewne istotne elementy w idei finansjalizacji (Bhaduri, 2011). Na uwagę wśród ekonomistów kojarzonych z keynesizmem, a których dorobek jest ponownie analizowany w kontekście finansjalizacji, zasługują przede wszystkim James Tobin i Hyman Minsky. Ten pierwszy napisał między innymi, że obawia się, iż „... coraz więcej środków lokowanych jest w aktywności finansowej zamiast w produkcji dóbr i usług, działalności, która generuje wysokie prywatne zyski nieproporcjonalne do jej społecznej użyteczności” (Tobin, 1984, s. 14). Ściśle z tymi poglądami na rolę sfery finansowej wiąże się pomysł opodatkowania transakcji finansowych, znany powszechnie jako podatek Tobina. Do idei tej powrócono przy okazji ostatniego kryzysu, acz spotkało się to z bardzo silną krytyką i oporem zarówno przedstawicieli sektora finansowego (co zresztą jest zrozumiałe), jak i sporej części ekonomistów dostrzegających w podatku Tobina swoisty zamach na wolność rynku. Albowiem dla większości reprezentantów ekonomii głównego nurtu wszystko, co składa się na finansjalizację, jest przejawem pewnych naturalnych zmian zachodzących w ramach gospodarki rynkowej, nie dających podstaw do istotnej rewizji w sferze paradygmatów oraz podstawowych konstrukcji teoretycznych i modelowych. Zwłaszcza współczesna teoria finansów znajduje się nie tylko w radykalnej opozycji w stosunku do różnych odłamów współczesnej ekonomii heterodoksyjnej, ale również w swym zasadniczym nurcie jest wyraźnie antykeynesowska. To właśnie teoria finansów jest szczególnie mocno oparta na założeniu o możliwości działania, poprzez odpowiednie instrumentarium, zgodnie z regułami rynku efektywnego (Wigan, 2009).

H. Minsky, niedoceniony za życia, jest dziś szczególnie popularny w związku z hipotezą finansowej niestabilności odnoszącą się zwłaszcza do tych gospodarek, które określał jako rozwinięte pod względem finansowym – *financially sophisticated economies* (Minsky, 1992). Gospodarka dla H. Minsky'ego to przede wszystkim złożony system finansowy, który przechodzi regularnie przez kolejne fazy cyklu koniunkturalnego. Faza załamania koniunktury jest konsekwencją podejmowania w fazie wzrostowej coraz większego ryzyka finansowego.

Szczegółowa analiza przejawów finansjalizacji wykracza poza ramy i cel opracowania. Najczęściej przytaczane w literaturze świadectwa narastania finansjalizacji to: a) globalizacja rynków finansowych i rola tzw. transakcji niewidzialnych (około 75–80% obrotów finansowych w skali globalnej dotyczy transakcji, którym nie towarzyszy przepływ towarów czy usług niefinansowych (Andreou, 2013)); b) inflacja aktywów finansowych i samych instrumentów finansowych (sam rynek

instrumentów pochodnych szacowany jest na ok. 1,2 trylionu dol., czyli ok. 16-krotność światowego PKB (Maverick, 2015)); c) coraz wyraźniejsze przejawy występowania pieniądza nie w roli środka wymiany, ale samoistnego przedmiotu wymiany oraz sprowadzanie tradycyjnie rozumianych towarów do roli etapu pośredniego w zamianie pieniądza na pieniądz; d) skala lewarowania działalności gospodarczej, a w tym samej sfery finansowej; e) rosnąca rola instytucji finansowych i ich dochodów w gospodarce (*Financiarisation de...*, 2010); f) rosnący udział aktywów finansowych w aktywach gospodarstw domowych zwłaszcza w krajach wysoko rozwiniętych (Froud i in., 2001); g) zmiany w sferze własności, zwłaszcza dużych przedsiębiorstw, czego wyrazem jest coraz większa rola właścicieli instytucjonalnych ze sfery finansowej często reprezentujących tzw. gorący czy też niecierpliwą kapitał nastawiony na krótkookresową rentowność inwestycji, a nie długookresowy zwrot z kapitału; h) zmiany w sferze zarządzania związane z upowszechnieniem się idei *shareholder value* (wartość dla akcjonariuszy), która zastąpiła w znacznej mierze eksponowaną wcześniej koncepcję *stakeholder value* (wartość dla interesariuszy); i) rosnące, m.in. za sprawą rozwoju rynku instrumentów pochodnych, zjawisko własności bez świadomości własności i bez odpowiedzialności z tytułu własności (Lazonick, 2011); j) rosnący wpływ rynków finansowych oraz elit finansowych na politykę ekonomiczną oraz efekty gospodarowania; związki polityki i świata finansów (tzw. „obrotowe drzwi”) i kształtowanie się kompleksu finansowo-politycznego (najnowszy przykład to Steven Mnuchin, wcześniej np. Robert Rubin, Hank Paulson; wszystkie wymienione postacie to sekretarze skarbu USA związani wcześniej z bankiem Goldman-Sachs) – i *last but not least* – k) nasilanie się częstotliwości i siły kryzysów finansowych.

Finansjalizacji nie można utożsamiać z samym rozwojem sektora finansowego. Związki między obydwoma zjawiskami są znacznie bardziej złożone. Z jednej strony to właśnie rozwój sektora finansowego i rynków finansowych oraz poszukiwanie nowych narzędzi kreowania zysku przyczyniają się do rozwoju finansjalizacji. Z kolei pogłębianie się finansjalizacji wymaga dalszego rozwoju sektora finansowego zarówno w wymiarze czysto ilościowym, jak i w postaci różnego rodzaju zmian jakościowych czy to w sferze organizacji, czy lokowanych na rynku produktów.

Łączy rozważania o finansjalizacji z dyskusją o zwiększaniu się skali sektora finansowego pytanie o to, czy sektor finansowy może być – w realiach konkretnej gospodarki – postrzegany jako zbyt duży, a w efekcie zamiast generować korzyści – stawać się coraz bardziej źródłem zagrożeń. Pytanie to stało się szczególnie istotne w kontekście ostatnich zjawisk kryzysowych w gospodarce światowej. Konkluzja wszystkich badań przeprowadzonych na ten temat sprowadza się do stwierdzenia, że rozwój sektora finansowego kreuje generalnie pozytywne następstwa z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, ale tylko do pewnej granicy, po przekroczeniu której dalszy rozwój sektora finansowego może zacząć negatywnie wpływać na wzrost produktywności i w efekcie na wzrost gospodarczy (Arcand, Berkes, Panizza, 2012; Assa, 2012; Cecchetti, Kharroubi, 2009; Sahay i in., 2015; Tomaskovic-Devey, Lin, Meyers, 2015).

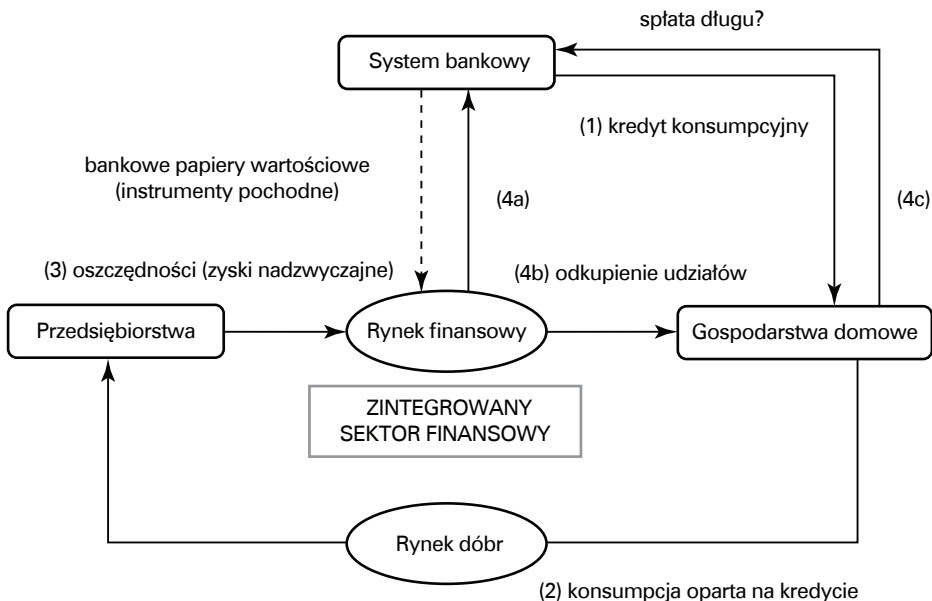
4. TEORIA OBIEGU PIENIĘŻNEGO W ERZE KAPITALIZMU FINANSOWEGO

Zwolennicy MCT dostrzegli wagę problemu finansjalizacji dość późno, bo dopiero pod wpływem turbulencji wywołanych wybuchem kryzysu finansowego. Najbardziej znane w literaturze przedmiotu próby włączenia *explicite* tego zagadnienia do modelu obiegu pieniężnego przedstawili J. Eatwell, T. Mouakil i L. Taylor (2008), A. Fumagalli i S. Lucarelli (2011), M. Seccareccia (2012) i M.V. Passarella (2014) oraz M. Sawyer i M.V. Passarella (2017).

W opracowaniach tych zwrócono uwagę, że w erze prefinansowej najważniejsze relacje dotyczyły powiązań banków komercyjnych z przedsiębiorstwami prywatnymi, gdzie sektor przemysłowy był kredytobiorcą netto w stosunku do sektora bankowego, co prawidłowo opisywał standardowy model obiegu pieniężnego. Obecnie jednak, w obliczu rosnących zysków, sektor przedsiębiorstw przekształcił się w kredytodawcę netto nieustannie poszukującego możliwości osiągnięcia jak najwyższych zwrotów finansowych z funduszy własnych. Kredytobiorcą netto natomiast stał się sektor gospodarstw domowych.

Ponadto szczególną rolę zaczęła odgrywać relacja zachodząca między bankami i rynkami finansowymi. Za sprawą pozycji sektora przedsiębiorstw wykazującego coraz wyższe zyski oraz spadku oszczędności gospodarstw domowych banki zaczęły coraz intensywniej angażować się w ekspansję finansowych instrumentów pochodnych. Takie spekulacyjne przedsięwzięcia stały się wyróżnikiem

Rysunek 2. Model obiegu pieniężnego poszerzony o finansjalizację



Źródło: Passarella (2014, s. 22).

dzisiejszych rynków finansowych, co doprowadziło do wybuchu ostatniego kryzysu finansowego (Seccareccia, 2012).

Próbie uwzględnienia finansjalizacji w ramach MCT przedstawiono na rysunku 2. Cykl rozpoczyna się w tym wypadku od kreacji pieniądza kredytowego pod wpływem popytu zgłaszanego nie przez przedsiębiorstwa, lecz przez gospodarstwa domowe (strzałka 1). Gospodarstwa domowe wydają strumień pieniądza kredytowego oraz swój dochód płacowy i odsetkowy na rynku dóbr (strzałka 2). Rosnący dług gospodarstw domowych oraz coraz wyższe zyski sektora przedsiębiorstw dają impuls do rozwoju rynku finansowego (strzałka 3). W obliczu rosnących cen i zwrotów na rynkach finansowych przedsiębiorstwa posiadające nadwyżki kapitałowe preferują inwestycje w aktywa finansowe zamiast inwestycji realnych. Część wolnych środków przeznaczają na zakup akcji, w tym również na odkupienie akcji własnych od innych przedsiębiorstw, gospodarstw domowych i banków (strzałki 4b–4c). Za część środków nabywają też inne papiery wartościowe, na przykład instrumenty CDO (*collateralized debt obligations*), wprowadzane na rynek przez sektor bankowy i pozostałych pośredników finansowych (strzałki 3–4a). W efekcie przedsiębiorstwa zaczynają pełnić rolę kredytodawców netto, a gospodarstwa domowe kredytobiorców netto (Passarella, 2014).

Najbardziej znaną krytykę takiego, jak zaprezentowany na rysunku 2, sposobu uwzględniania zjawiska finansjalizacji w tradycyjnej wersji MCT sformułował P. Lysandrou (2013). Jego zdaniem przedstawiony w zmodyfikowanym modelu opis finansjalizacji nie jest prawidłowy i nie odzwierciedla rzeczywistości, czego dowodzą co najmniej cztery argumenty. Po pierwsze, sektor przedsiębiorstw niezmiennie pozostaje kredytobiorcą netto, o czym świadczy stały rozwój rynku obligacji korporacyjnych. Po drugie, chociaż w wielu krajach nastąpił gwałtowny wzrost zadłużenia niemal 90% społeczeństwa, to równocześnie zwiększona akumulacja kapitału przez pozostałe 10% populacji, znajdujące się na szczycie piramidy, implikuje, że sektor gospodarstw domowych należy nadal traktować jako pożyczkodawcę środków finansowych. Po trzecie, wprawdzie ilość papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami wykreowana przez sektor bankowy wzrosła w ostatnich latach, ale wciąż pozostaje niewielka w porównaniu z rozmiarem istniejącego długu oraz całkowitym wolumenem akcji. Po czwarte, na krótkoterminowych rynkach pieniężnych dominuje nie relacja przedsiębiorstwo–bank, o charakterze spekulacyjnym, lecz transakcje międzybankowe mające na celu wygenerowanie dodatkowej płynności.

Wszystkie te fakty zostały, w opinii P. Lysandrou, pominięte z uwagi na nadmierną restrykcyjność MCT. Odrzuca ona indywidualizm metodologiczny i przyjmuje zagregowane podejście, które uniemożliwia poprawne włączenie finansjalizacji w jej ramy. Wychodząc od trójstronnych relacji łączących banki, przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe, MCT stara się zidentyfikować nie tyle cechy wspólne tych sektorów, co elementy je od siebie odróżniające, a konkretnie odmienną rolę ekonomiczną każdego z nich. Bankom przypisuje się zatem zadania o charakterze finansowym, przedsiębiorstwom – produkcyjnym, a gospodarstwom domowym – konsumpcyjnym. W rezultacie MCT nie jest w stanie uchwy-

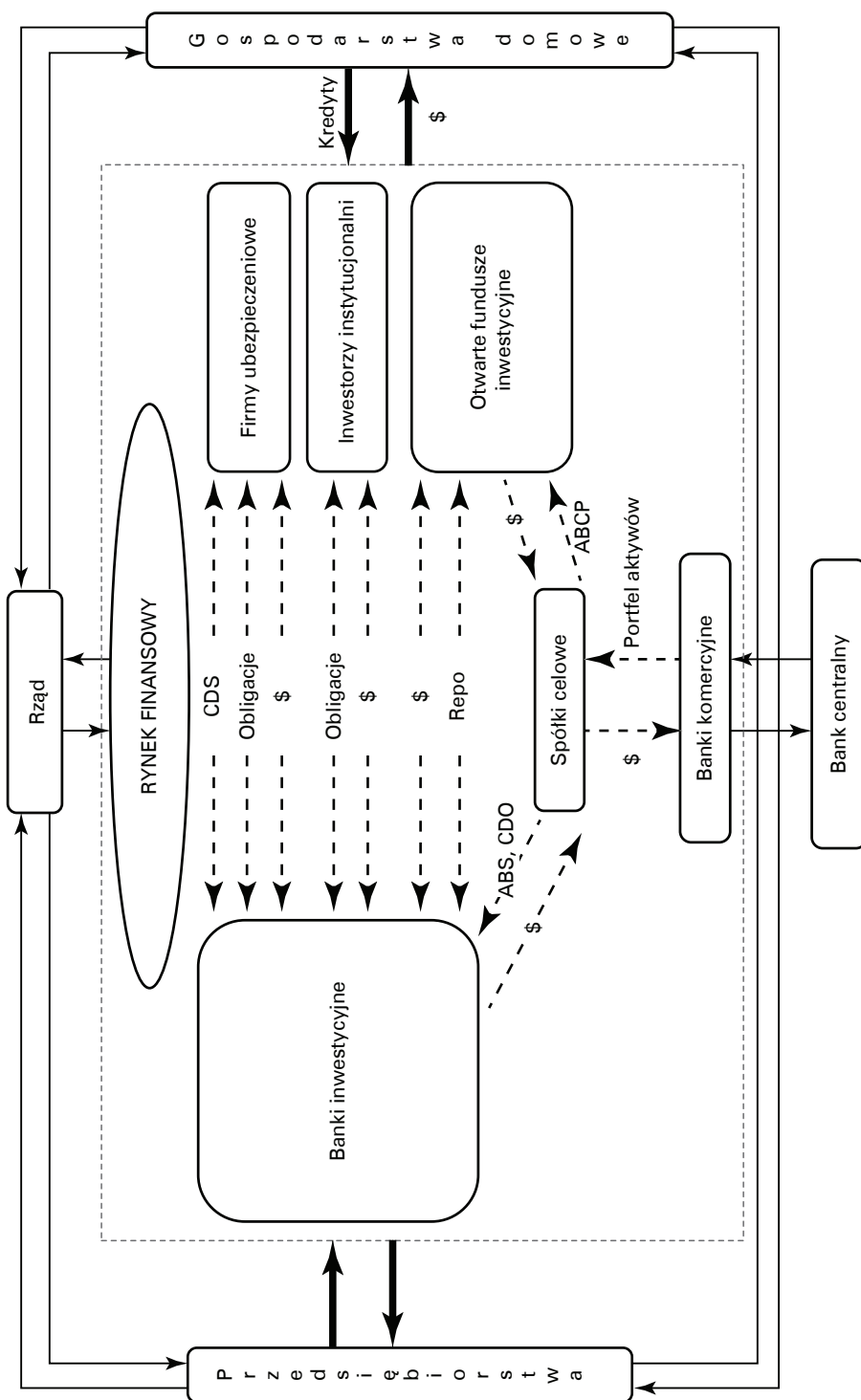
cić takich zmian wywołanych finansjalizacją, jak: dominacja bezosobowych transakcji handlowych nad personalnymi relacjami finansowymi; dominacja handlu odbywającego się między podmiotami należącymi do tego samego sektora nad handlem odbywającym się między podmiotami reprezentującymi różne sektory; dominacja handlu prowadzonego w celu wygenerowania dodatkowej płynności i zrównoważenia portfeli finansowych nad handlem prowadzonym w innych celach, w tym produkcyjnych. Zmiany te oznaczają pojawienie się nowych sektorów w gospodarce oraz utrwalenie nowych norm działań i zachowań, czyli nowych zjawisk ekonomicznych, których MCT, nawet zmodyfikowana, nie dostrzega.

Kluczowym zjawiskiem ignorowanym przez MCT jest zastąpienie towarów rzeczowych przez towary finansowe. Jest to zmiana trwała, nieodwracalna, wyznaczająca kolejny etap rozwoju systemu kapitalistycznego. Natomiast MCT traktuje dominację rynku finansowego jako swego rodzaju aberrację o charakterze przejściowym. Wynika to z tego, że niezmiennie skupia ona swoją uwagę na pełnionej przez przedsiębiorstwa funkcji wytwórczej. Skoro uzasadnieniem dla istnienia przedsiębiorstw jest produkcja dóbr i usług przeznaczonych na konsumpcję, to jedynym argumentem na rzecz istnienia papierów wartościowych jest pozyskiwanie za ich pośrednictwem przez przedsiębiorstwa środków finansowych na realizację ich funkcji wytwórczej. Taki punkt widzenia tłumaczy konieczność istnienia relatywnie niewielkich, stabilnych i pasywnych rynków finansowych, a nadmierny wzrost ich aktywności i znaczenia jest interpretowany jako zjawisko nieprawidłowe i groźne.

Koncentrowanie uwagi na działalności produkcyjnej przedsiębiorstw oraz pojmowanie finansjalizacji jako przejściowego odstąpienia od standardów systemu kapitalistycznego nie pozwalają zwolennikom MCT dostrzec, jak dużą rolę obecnie odgrywa zarządzanie inwestycjami. Inwestorzy instytucjonalni nie traktują już rządów i korporacji jako podmiotów mających jedynie dostarczać dóbr i usług zaspokajających potrzeby gospodarstw domowych, ale także jako oferentów papierów wartościowych pozwalających na zarządzanie ich portfelami finansowymi. W ten sposób dochodzi do naturalnej ewolucji systemu kapitalistycznego, którego najbardziej charakterystyczną cechą jest „utowarowienie” relacji finansowych i stale rosnąca globalna koncentracja bogactwa w rękach niewielkiej liczby podmiotów. MCT musi przyjąć bardziej elastyczne ramy analizy oparte na metodologicznym indywidualizmie i uznać obserwowane zmiany za trwałe i nieodwracalne, by móc zbudować spójny i logiczny model cyklu obiegu pieniądza w warunkach finansjalizacji.

Na krytykę P. Lysandrou (2013) odpowiedzieli A. Botta, E. Caverzasi i D. Tori (2015). Autorzy zgodzili się, że we wspomnianych wcześniej próbach integracji finansjalizacji z MCT zostało pominiętych wiele kwestii. Równocześnie wskazywali, że najbardziej nośną ideę teorii, czyli przepływ pieniądza między różnymi sektorami w celu zapewnienia funkcjonowania gospodarki, można poszerzyć o brakujące elementy w taki sposób, by udało się pokazać „utowarowienie” relacji finansowych. Taki zaawansowany model obiegu pieniężnego przedstawiono na rysunku 3.

Rysunek 3. Zaawansowany model obiegu pieniężnego z uwzględnieniem finansjalizacji



Źródło: Botta, Caverzasi, Tori (2015, s. 209).

Na rysunku uwzględniono rząd i bank centralny. Oprócz banków komercyjnych wyróżniono banki inwestycyjne, spółki celowe emitujące papiery dłużne (*special purpose vehicles*), otwarte fundusze inwestycyjne (*money market mutual funds*) oraz inwestorów instytucjonalnych, z których wydzielono – jako osobną grupę – firmy ubezpieczeniowe. Te ostatnie istotnie zmieniły i rozszerzyły bowiem zakres swojej tradycyjnej działalności polegającej na transferze oszczędności, angażując się obecnie między innymi w transakcje instrumentami pochodnymi. Wyróżnieni pośrednicy tworzą sferę finansową gospodarki, co zaznaczono przerywaną linią.

Strzałki rysowane linią ciągłą wskazują na interakcje między sferami finansową i realną. Strzałki rysowane linią przerywaną opisują relacje finansowe rozwijające się wewnątrz samego systemu finansowego, oderwane od realnej strony gospodarki i wynikające z angażowania się pośredników w cały wachlarz różnego rodzaju zyskowych działań finansowych. Pogrubione linie po prawej stronie między bankami komercyjnymi i gospodarstwami domowymi oznaczają ekspansję kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych oraz narastające zadłużenie gospodarstw domowych w stosunku do sektora finansowego. Pogrubione linie po lewej stronie między sektorem przedsiębiorstw a finansowym przebiegają nie w jednym, lecz w dwóch kierunkach. Niektóre przedsiębiorstwa, w szczególności duże korporacje, przestały bowiem wykazywać deficyty i poszukiwać zewnętrznego finansowania i zaczęły generować nadwyżki finansowe. W rezultacie przeznaczają coraz większe środki na zakup aktywów finansowych, a nie na inwestycje realne. Na rysunku uwidoczniło się też istotną rolę, jaką odgrywają dziś banki inwestycyjne i otwarte fundusze inwestycyjne.

Na rysunku 3 widać, jak skomplikowana i trudna do zidentyfikowania stała się sieć powiązań między różnego rodzaju instytucjami finansowymi. Dolna część rysunku wskazuje, że banki komercyjne nadal pełnią swoją szczególną funkcję polegającą na kreowaniu nowej siły nabywczej *ex nihilo* i dostarczaniu początkowych środków finansowych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Równocześnie rośnie znaczenie kredytów udzielanych gospodarstwom domowym w stosunku do kredytów przyznawanych pozostałym podmiotom gospodarczym. Co więcej, banki komercyjne mogą teraz kreować pieniądź, biorąc udział w transakcjach repo jako strona udzielająca kredytu innej instytucji finansowej, zwykle bankowi inwestycyjnemu. Daje to początek wewnątrzfinansowemu cyklowi obiegowemu. W jego ramach pieniądź może być kreowany w nieskończoność i likwidowany bez wchodzenia w relację z jakąkolwiek instytucją sektora realnego, co może prowadzić do powstawania baniek spekulacyjnych oraz do inflacji aktywów finansowych.

Coraz większe zaangażowanie banków komercyjnych w praktyki sekurytyzacji udzielonych kredytów jest impulsem do wzrostu podaży takich instrumentów finansowych, jak: ABS (*asset-backed securities*), ABCP (*asset-backed commercial papers*) i CDO, co widać w dolnej części rysunku. Część aktywów banków komercyjnych jest przenoszona do prawnie wyodrębnionych spółek celowych emitujących papiery dłużne. Te z kolei nabywają aktywa banków komercyjnych dzięki

środkom odzyskanym z rynków finansowych przez sprzedaż instrumentów ABS i ABCP bankom inwestycyjnym i otwartym funduszom inwestycyjnym. Sekurytyzacja pozwala bankom komercyjnym przekształcić aktywa nie płynne w płynne, co umożliwia ich sprzedaż i pozyskanie dodatkowych środków pieniężnych z rynków finansowych. Wysoki popyt na sekurytyzowane aktywa daje impuls do wzrostu ich ilości w obiegu i znajduje swój odpowiednik w rosnącym zadłużeniu sektora gospodarstw domowych, jak również narastającej wrażliwości całego systemu gospodarczego.

Dostarczane pośrednio przez banki komercyjne za pomocą sekurytyzacji instrumenty ABS są nabywane między innymi przez banki inwestycyjne. Finansują one swoje zakupy dzięki obligacjom emitowanym w celu doinwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeniowych (górną prawa część bloku finansowego). Banki inwestycyjne mogą też wykorzystać na akumulację aktywów płynne środki pozyskane za pomocą transakcji repo. Same mogą z kolei zawierać tego typu transakcje z otwartymi funduszami inwestycyjnymi (prawa część rysunku). Otwarte fundusze inwestycyjne wykorzystują posiadane środki zarówno do zawierania transakcji repo, jak i do zakupu instrumentów ABS.

Ważną rolę w całym wewnątrzfinansowym obiegu odgrywają także firmy ubezpieczeniowe. Angażują się one na szeroką skalę w zupełnie nowy dla nich rodzaj działalności, a mianowicie transakcje instrumentami pochodnymi, takimi jak CDS (*credit default swaps*).

Sekurytyzacja implikuje, że pieniądź wykreowany początkowo przez banki komercyjne ulega likwidacji, gdy sprzedają one swoje aktywa. Likwidacji pieniądza nie towarzyszy jednak spłata długu przez początkowych kredytobiorców. Oryginalne zobowiązania dłużników wciąż istnieją, tyle że nie figurują już w bilansach banków komercyjnych, lecz są zaliczane do bilansów innych pośredników finansowych w postaci instrumentów ABS. Sytuacja finansowa banków komercyjnych w oczywisty sposób ulega poprawie, ale równocześnie pogarsza się makroekonomiczna stabilność finansowa.

Zaprezentowany przez A. Bottę i in. zaawansowany model uwidacznia ewolucję, jaka dokonała się w przepływach pieniężnych. Znajduje ona odzwierciedlenie między innymi w „utowarowieniu” relacji finansowych. Podobnie jak w tradycyjnym modelu, pieniądź nadal jest niezbędny do realizacji produkcji i zawierania związanych z nią transakcji. W wersji opisującej skomplikowane warunki kapitalizmu finansowego staje się jednak czymś więcej niż tylko środkiem zapewniającym kontynuację działalności wytwórczej. Rynki finansowe zaczęły wykorzystywać fakt, że kreacja pieniądza oznacza podwójny zapis w księgach rachunkowych. W rezultacie pozycja po stronie aktywów banków, odpowiadająca zobowiązaniom po stronie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, stała się towarem „produkowanym” na coraz szerszą skalę przez pośredników finansowych i wymienianym z zyskiem na dynamicznie rozwijających się rynkach finansowych (Botta, Caverzasi, Tori, 2015).

Propozycja A. Botty i in. oddaje stopień skomplikowania i wagi relacji finansowych we współczesnych gospodarkach rynkowych znacznie lepiej niż większość

dotychczasowych konstrukcji prezentowanych w ramach MCT. Autorzy uwzględnili nowe instrumenty finansowe, za pośrednictwem których pozyskuje się dziś na szeroką skalę dodatkowe środki finansowe; ignorowane dotąd w analizach podmioty z niebankowego sektora finansowego, które przejęły wiele zadań pełnionych do niedawna wyłącznie przez banki komercyjne; niedostrzegane uprzednio wielostronne, skomplikowane powiązania finansowe między różnymi uczestnikami rynku; nowy charakter relacji finansowych upodabniający je do wymiany towarowej. Równocześnie tę modelową prezentację można by rozszerzyć o wiele aspektów pominiętych przez autorów. Sytuacją, która nie znalazła odzwierciedlenia w omówionej konstrukcji, jest choćby stan kryzysu finansowego, w którym pod wpływem załamania rynku na niektóre aktywa finansowe część z nich – z uwagi na niemożność wygzekwowania istniejących należności – staje się całkowicie bezwartościowa i ulega definitywnej likwidacji. Graficznie zjawisko takiej ostatecznej anihilacji aktywów można by zobrazować dodatkową „ślepą” strzałką skierowaną poza obręb całego systemu finansowego.

Wydaje się zatem, że z jednej strony złożoność zjawisk składających się na finansjalizację, a z drugiej wciąż jeszcze stosunkowo mało zaawansowany poziom jej analizy w kategoriach ujęć modelowych powodują, że próby wbudowania finansjalizacji do takich koncepcji jak MCT są z definicji bardzo trudne i narażone na zarzut zbytowego upraszczania rzeczywistości. Finansjalizacja jako zjawisko wielowymiarowe i wymykające się jednoznacznej interpretacji rodzi wątpliwości, czy rzeczywiście wszystkie istotne dla analizy aspekty zostały wzięte pod uwagę. Tak więc zaawansowany model obiegu pieniężnego autorstwa A. Botty i in. trzeba potraktować jako krok we właściwym kierunku. Niemniej jednak jest zbyt wcześnie na to, by uznać go za ostateczną odsłonę MCT w warunkach narastającej finansjalizacji.

ZAKOŃCZENIE

Makroekonomiczna teoria obiegu pieniężnego (MCT) reprezentuje odłam ekonomii heterodoksyjnej stawiającej się zawsze w opozycji do ekonomii neoklasycznej. Zwolennicy heterodoksji podkreślają, że zaletą ich podejścia jest większy realizm w porównaniu z ortodoksją neoklasyczną. Tę ostatnią traktują jako „autystyczną” – abstrakcyjną, zdominowaną przez instrumentalizm i nieprawdziwe założenia odnośnie superracjonalnych zachowań podmiotów, prowadzące do zwodniczego wniosku o efektywności wolnych rynków. Z tego właśnie względu po kryzysie z lat 2007–2009, o wybuch którego oskarżano w głównej mierze ekonomistów i polityków o neoliberalnej proweniencji, szans na odrodzenie bardziej realistycznych podejść w ekonomii zaczęto upatrywać w stanowiskach heterodoksyjnych. Mogłoby się wydawać, że szczególnie obiecująca okaże się MCT, która stawia w centrum swojego zainteresowania zagadnienia kluczowe dla zrozumienia przebiegu ostatniego załamania na rynkach finansowych.

Po dekadzie, która upłynęła od pęknięcia bańki spekulacyjnej na amerykańskim rynku nieruchomości, trudno jednak upatrywać w MCT poważnej alternatywy dla wciąż dominującej ekonomii głównego nurtu. Przede wszystkim, pomimo osadzenia rozważań na gruncie ekonomii heterodoksyjnej, MCT jest dość daleka od realizmu (Gnos, 2003, s. 322). Zarzut taki sformułowała między innymi Victoria Chick (2000) w odniesieniu do tradycyjnego modelu obiegu pieniężnego, ale pozostaje on równie aktualny w kontekście dzisiejszych analiz dotyczących cyrkulacji pieniądza. Według V. Chick, zwolennicy MCT świadomie pomijają pewne fakty, bądź też przedstawiają je w taki sposób, aby uzyskać założoną z góry formalną strukturę swego modelu. Taką samą krytyczną opinię wyraził P. Lysandrou (2013), zarzucając MCT ignorowanie wynikających z obserwacji empirycznych prawidłowości oraz wysoce uproszczone i mechaniczne ujmowanie zjawisk i procesów widocznych w sferze finansowej.

Jeszcze bardziej zaskakujące jest to, że potrzeba było krachu na skalę światową, aby zwolennicy MCT zaczęli bliżej analizować głębokie zmiany zachodzące od lat w relacjach finansowych. Analizy te, mimo ich coraz wyraźniejszego skomplikowania i zaawansowania, wciąż jednak budzą wątpliwości co do ich poprawności i kompleksowości. Wielopłaszczyznowy charakter finansjalizacji, która stała się nieodłącznym elementem gospodarek rynkowych, wkraczających pod jej wpływem w nowy etap rozwoju kapitalizmu, wymaga znacznie bardziej rozwiniętych badań niż obecnie prowadzone. Wydaje się, że trudno będzie pokonać trudności zidentyfikowane w ramach omawianej teorii, jeżeli nie poszerzy ona swej perspektywy metodologicznej przede wszystkim o solidne podstawy mikroekonomiczne. Nie chodzi przy tym o bezrefleksyjne przyjęcie założeń charakterystycznych dla ekonomii neoklasycznej, lecz o to, co G.C. Harcourt (2006) nazwał koniecznością dostarczania solidnych makropodstaw do – można by dodać również solidnej – analizy mikroekonomicznej.

Ekonomiści, reprezentujący zarówno główny nurt, jak i odłamy heterodoksyjne, wciąż starają się sformułować przekonujące wyjaśnienie kryzysów finansowych na miarę wydarzeń sprzed dekady, tym bardziej że coraz częściej słyszy się głosy o możliwości ich powtórzenia w niedługim czasie. Wyjaśnienie to musi brać pod uwagę nieodwracalne zmiany w otoczeniu gospodarczym powodowane narastającą finansjalizacją. Wprawdzie MCT obrała właściwy kierunek rozwoju, niemniej jednak na razie nie jest w stanie zaproponować na tyle logicznego, pełnego i realistycznego obrazu współczesnej rzeczywistości, by móc poważnie konkurować z rozpowszechnionymi modelami głównego nurtu.

BIBLIOGRAFIA

- Andreou A. (2013), *The rise of money trading has made our economy all mud and no brick*, "The Guardian", 20 November (<https://www.theguardian.com/commentis-free/2013/nov/20/money-trading-economy-foreign-exchange-markets-economy> – data dostępu: 24.11.2017 r.).

- Arcand J.-L., Berkes E., Panizza U. (2012), *Too Much Finance?*, IMF Working Paper, No. WP/12/161, s. 1–50.
- Argitis G., Evans T., Michell J., Toporowski J. (2014), *Finance and Crisis: Marxian, Institutional and Circuitist Approaches*, FESSUD, Working Paper Series, No. 39, s. 1–83.
- Assa J. (2012), *Financialization and its consequences: The OECD experience*, “Finance Research”, Vol. 1, No. 1, s. 35–39.
- Bhaduri A. (2011), *Financialization in the light of Keynesian theory*, “PSL Quarterly Review”, Vol. 64, No. 256, s. 7–21.
- Botta A., Caverzasi E., Tori D. (2015), *Financial-Real Side Interactions in the Monetary Circuit: Loving or Dangerous Hugs?*, “International Journal of Political Economy”, Vol. 44, No. 3, s. 196–227.
- Cavalleri D. (2004), *On some equilibrium and disequilibrium theories of endogenous money: A structuralist view*, “History of Economic Ideas”, Vol. 12, No. 3, s. 51–83.
- Cecchetti S.G., Kharroubi E. (2009), *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, BIS Working Papers, No. 381, s. 1–21.
- Chick V. (2000), *Money and effective demand, w: What Is Money?*, J. Smithin (ed.), Routledge, London, s. 124–138.
- Eatwell J., Mouakil T., Taylor L. (2008), *Liquidity, Leverage and the Impact of Sub-Prime Turbulence*, Centre for Financial Analysis and Policy, Judge Business School, University of Cambridge, <https://pl.scribd.com/document/201181238/Taylor-Subprime>, s. 1–25.
- Financialisation and the World Economy* (2006), G.A. Epstein (ed.), Edward Elgar Publishing, Camberley Surrey.
- Financiarisation de l’Economie et Capitalisme Financier* (2010), http://www.lexinter.net/JF/financiarisation_de_l_economie.htm (data dostępu: 24.11.2017 r.).
- Foster J.B. (2007), *The financialization of capitalism*, “Monthly Review”, Vol. 58, No. 11, s. 1–12.
- Freeman R.B. (2010), *It’s financialization!*, “International Labour Review”, Vol. 149, No. 2, s. 163–183.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K. (2001), *Financialisation and the coupon pool*, “Gestão & Produção”, Vol. 8, No. 3, s. 271–288.
- Fumagalli A., Lucarelli S. (2011), *A financialized monetary economy of production*, “International Journal of Political Economy”, Vol. 40, No. 1, s. 48–68.
- Gnos C. (2003), *Circuit theory as an explanation of the complex real world*, w: *Modern Theories of Money. The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*, L.-P. Rochon, S. Rossi (eds.), Edward Elgar, Cheltenham, s. 322–338.
- Gnos C. (2006), *French circuit theory*, w: *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, P. Arestis, M. Sawyer (eds.), Edward Elgar, Cheltenham, s. 87–104.
- Graziani A. (1988), *Il Circuito Monetario*, w: *Moneta e Produzione*, M. Messori, A. Graziani (eds.), Einaudi, Torino, s. XI–XLIII.
- Graziani A. (1989), *The theory of the monetary circuit*, “Thames Papers in Political Economy”, Spring, s. 1–26.
- Graziani A. (2003), *The Monetary Theory of Production*, Cambridge University Press, Cambridge.

- Harcourt G.C. (2006), *The Structure of Post-Keynesian Economics. The Core Contributions of the Pioneers*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Isaacs G. (2011), *Contemporary financialization: A Marxian analysis*, "Journal of Political Inquiry", No. 4, s. 1–33.
- Keynes J.M. (1985), *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa.
- Lavoie M. (1987), *Monnaie et Production: Une Synthèse de la Théorie du Circuit*, "Économies et Sociétés", Vol. 21, No. 4, s. 65–101.
- Lazonick W. (2011), *From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology Is Destroying the US Economy*, University of Massachusetts and The Academic-Industry Research Network, <http://www.theairnet.org/files/research/lazonick/Lazonick%20Innovation%20Financialization%2020110616.pdf>, s. 1–18.
- Le Bourva J. (1962), *Création de la Monnaie et Multiplicateur du Crédit*, "Revue Économique", Vol. 13, No. 1, s. 29–56.
- Lysandrou P. (2013), *Financialisation and the Limits of Circuit Theory*, <http://www.postkeynesian.net/downloads/soas14/PL300514.pdf>, s. 1–21.
- Maverick J.B. (2015), *How Big Is the Derivatives Market?*, "Investopedia", 15 May (<http://www.investopedia.com/ask/answers/052715/how-big-derivatives-market.asp> – data dostępu: 24.11.2017 r.).
- Michell J. (2016), *Do Shadow Banks Create Money? 'Financialisation' and the Monetary Circuit*, Economics Working Paper Series, No. 1602, University of the West England, s. 1–42.
- Minsky H.P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven.
- Minsky H.P. (1992), *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, No. 74, s. 1–10.
- Parguez A. (1975), *Monnaie et Macroéconomie: Théorie de la Monnaie en Déséquilibre*, Economica, Paris.
- Parguez A. (1982), *La Monnaie dans le Circuit, Ou le Voile Déchiré*, "Économie Appliquée", Vol. 35, No. 3, s. 231–265.
- Parguez A. (1996), *Beyond scarcity: A reappraisal of the theory of the monetary circuit*, w: *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, G. Deleplace, E.J. Nell (eds.), Macmillan, London, s. 155–199.
- Parguez A. (2001), *Money Without Scarcity: From horizontalist revolution to the theory of the monetary circuit*, w: *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays in Horizontalism*, L.P. Rochon, M. Vernengo (eds.), Edward Elgar, Cheltenham, s. 69–103.
- Passarella M.V. (2014), *Financialization and the monetary circuit: A macro-accounting approach*, "Review of Political Economy", Vol. 26, No. 1, s. 128–148.
- Pilkington M. (2009), *The financialization of modern economies in monetary circuit theory*, w: *The Political Economy of Monetary Circuits. Tradition and Change in Post-Keynesian Economics*, J.-F. Ponsot, S. Rossi (eds.), Palgrave Macmillan, London, s. 188–216.
- Ratajczak M. (2012), *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista”, nr 3, s. 281–302.
- Rochon L.-P. (1999a), *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*, Edward Elgar, Cheltenham.

- Rochon L.-P. (1999b), *The creation and circulation of endogenous money: A circuit dynamic approach*, "Journal of Economic Issues", Vol. 33, No. 1, s. 1–21.
- Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski Ch., Svirydzenka K., Yousefi S.R. (2015), *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, IMF Staff Discussion Note, No. SDN/15/08, s. 1–41.
- Sawyer M., Passarella M.V. (2017), *The Monetary circuit in the age of financialisation: A stock-flow consistent model with a twofold banking sector*, "Metroeconomica", Vol. 68, No. 2, s. 321–353.
- Schmitt B. (1960), *La Formation du Pouvoir d'Achant*, Sirey, Paris.
- Schmitt B. (1966), *Monnaie, Salaries et Profits*, Presses Universitaires de France, Paris.
- Schmitt B. (1975), *Théorie Unitaire de la Monnaie, Nationale et Internationale*, Castella, Albeuve.
- Schmitt B. (1978), *Die Theorie des Kreditgeldes*, Gustav Fischer, Stuttgart.
- Seccareccia M. (1996), *Post Keynesian fundism and monetary circulation*, w: *Money in Motion: the Post Keynesian and Circulation Approaches*, G. Deleplace, E. Nell (eds.), Macmillan, London, s. 400–416.
- Seccareccia M. (2012), *Financialization and the transformation of commercial banking: understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis*, "Journal of Post Keynesian Economics", Vol. 35, No. 2, s. 277–300.
- Tobin J. (1984), *On the efficiency of the financial system*, "Lloyd's Bank Review", No. 153, s. 1–15.
- Tomaskovic-Devey D., Lin K.-H., Meyers N. (2015), *Did Financialization reduce economic growth?*, "Socio-Economic Review", Vol. 13, No. 3, s. 525–548.
- Wigan D. (2009), *Financialisation and derivatives: Constructing an artifice of indifference*, "Competition & Change", Vol. 13, No. 2, s. 157–172.
- Zazzaro A. (2003), *How heterodox is the heterodoxy of monetary circuit theory? The nature of money and the microeconomics of the circuit*, w: *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*, L.-P. Rochon, S. Rossi (eds.), Edward Elgar, Cheltenham, s. 219–245.

MONETARY CIRCUIT THEORY UNDER FINANCIALIZATION

ABSTRACT

The aim of the article is to critically analyze the traditional version of the heterodox theory of monetary circuit formulated in the 1960s and 1970s as well as its subsequent modifications enabling to take into account the growing financialization and the changes undergoing in the environment under its influence. The article shows that macroeconomic models of monetary circuit have begun to take on an advanced form, mainly due to the crisis of 2007–2009. As a result, they are much better suited to reflect the level of complexity and the importance of financial relationships in today's market economies. At the same time, however, the multifacetedness of financialization and the fact that this phenomenon has so far been rather insufficiently analyzed make the attempts to incorporate financiali-

zation into concepts such as the money circuit theory very difficult and subject to over-simplification. As a result, today's money circuit models that include financialization may raise doubts that undermine both their explanatory power and chances to compete with the mainstream models.

Keywords: monetary circuit theory, financialization, Post Keynesian economics.

JEL Classification: B59, E44