

Arkadiusz Sieroń
Uniwersytet Wrocławski

Klasyfikacja efektu Cantillona

JEL Classification: E00, E14, E31, E32, E51, E52

Keywords: theory of money and inflation, non-neutrality of money, increase in money supply, inflation, Cantillon effect

Abstract

Classification of the Cantillon effect

The aim of this the paper is to classify different channels through which new money may enter the national economy. We will identify and describe the differences that occur depending on the way in which the new money supply increases, and their importance to the economy and the business cycle. The literature of the theory of money and inflation lacks the classification of the first-round effect. The Cantillon's analysis conducted in the eighteenth century offers the most comprehensive systematization so far. Therefore, the paper attempts to fill this gap. The research will be theoretical, but presented considerations will be illustrated by the relevant data. Based on the analysis, we conclude that the Cantillon effect entails significant economic consequences. The article also shows that what matters for the economy is not a mere increase in the money supply, but also a method of monetary inflation.

I. Wprowadzenie

W poprzednich naszych pracach omówiliśmy pojęcie neutralności pieniądza (Sieroń, 2014) oraz teoretyczne aspekty efektu Cantillona (Sieroń, 2015a). W tym drugim tekście przedstawiliśmy także ogólny schemat efektu pierwszej rundy, stwierdzając, że polega on na redystrybucji dochodu i majątku od relatywnie późnych odbiorców nowych pieniędzy i wierzycieli do względnie pierwszych odbiorców nowych pieniędzy i dłużników. Choć ten ogólny schemat pozostaje nienaruszony, istnieją różnice w skutkach inflacji monetarnej w zależności od wariantu, jaki ona przyjmuje. Innymi słowy, dla gospodarki ma znaczenie nie tylko to, że podaż pieniądza wzrasta, ale także to, w jaki sposób to następuje.

Celem tego artykułu będzie zatem wskazanie i opisanie różnych kanałów, przez które nowy pieniądz może zostać wprowadzony do gospodarki. Przedstawimy różnice, jakie zachodzą w zależności od sposobu, w który podaż pieniądza się zwiększa, oraz ich znaczenie dla gospodarki i cyklu koniunkturalnego. W literaturze brakuje bowiem takiej klasyfikacji, najpełniejszą systematyzacją zdaje się wciąż ta dokonana przez Cantillona w XVIII w. Praca ta będzie miała przede wszystkim charakter teoretyczny, niemniej zaprezentowane rozważania będą ilustrowane danymi. Przedstawione rozważania i dane dowodzą, że efekt pierwszej rundy ma istotne znaczenie dla gospodarki i może wyjaśnić wiele zjawisk gospodarczych.

Richard Cantillon w swoim dziele *Ogólne rozważania nad naturalnymi prawami handlu* ([1755] 1938, część II, rozdz. 6–8, 10 oraz część III, rozdz. 5–8) dokonał analizy różnych możliwych sposobów, w jakich podaż pieniądza w danej gospodarce może ulec zwiększeniu. Wyróżnił on następujące sytuacje: wzrost wydobycia złota w krajowych kopalniach, nadwyżka handlowa, transfery z zagranicy (w oryginale: „zasiłki obcych potęg”), wydatki turystów (w oryginale: „ambasadorów i podróżników”), przyjazd imigrantów i transfer majątku, inwestycje zagraniczne, wojna, psucie monety przez państwo oraz ekspansja kredytowa prowadzona przez banki. W niniejszym artykule nawiążemy do jego analizy, pogłębiając oraz rozszerzając ją o kilka — mamy nadzieję — istotnych spostrzeżeń.

Istnieją dwa podstawowe kryteria klasyfikacji sposobów, w jakie ilość pieniądza w danej gospodarce może ulec zwiększeniu. Po pierwsze, możemy wyróżnić wypadki, w których powstają nowe jednostki pieniężne, co zwiększa globalną (tj. na całym świecie) podaż pieniądza (produkcja pieniądza towarowego, emisja pieniądza *fiat*¹, emisja środków fiducjarnych) oraz wypadki, w których następuje jedynie przeniesienie pieniędzy z jednej gospodarki do drugiej (na skutek eksportu dóbr, wydatków turystów, inwestycji z zagranicy, imigracji i transferu majątku, jednostronnych transferów, pomocy zagranicznej czy grabieży). W takiej sytuacji wzrostowi podaży pieniądza w jednej części gospodarci światowej odpowiada równoległy spadek podaży w innej.

Choć z punktu widzenia globalnej gospodarki podaż pieniądza wzrasta wyłącznie w pierwszym wypadku, w niniejszej pracy przyjmujemy tradycyjną optykę gospodarek narodowych, w których podaż pieniądza może przyrastać także poprzez transfery zagraniczne. Uważamy, że jest to bardziej użyteczny punkt widzenia w kontekście naszej pracy, pozwalający objąć więcej wypadków oraz wyjaśnić większą ilość zjawisk gospodarczych, zwłaszcza że skutki inflacji monetarnej oraz odpowiadającej jej deflacji monetarnej nie neutralizują się, lecz raczej współlistnieją (zatem, choć z punktu widzenia gospodarki światowej wzrost podaży pieniądza w jednej gospodarce oraz spadek podaży pieniądza w drugiej

¹ Pieniądz *fiat*, inaczej zwany pieniądzem pustym, oznacza pieniądz, który ani nie jest towarem o wartości handlowej, ani nie stanowi tytułu doń (Hoppe, 1994, s. 49).

gospodarce mogą się bilansować, to w rzeczywistości w obu krajach będą zachodzić istotne zmiany gospodarcze).

Drugim możliwym kryterium klasyfikacji sposobów wzrostu podaży pieniądza w gospodarce jest ich charakter: rynkowy lub nierynkowy². Jest to również niezwykle istotne rozróżnienie, gdyż — według niektórych reprezentantów szkoły austriackiej (np. Huerta de Soto, 2009) — cykl koniunkturalny może zaistnieć tylko w rezultacie określonego naruszenia zasad wolnego rynku w dziedzinie pieniądza. W niniejszym rozdziale stosujemy oba kryteria, przy czym to drugie przyjmujemy za nadrzędne. Klasyfikację rynkowych i nierynkowych sposobów wzrostu podaży pieniądza w gospodarce narodowej przedstawia tabela 1³.

Tabela 1. Wybrane rynkowe i nierynkowe sposoby wzrostu podaży pieniądza w gospodarce narodowej

Rynkowe	Nierynkowe
Globalny wzrost podaży pieniądza	Globalny wzrost podaży pieniądza
Prywatna produkcja pieniądza towarowego	Państwowa produkcja pieniądza towarowego
Prywatna emisja pieniądza <i>fiat</i>	Psucie monety
Transfery pieniądza z zagranicy	Drukowanie banknotów
Wydatki turystów zagranicznych	Ekspansja kredytowa
Transfer majątku (spieniężonego) na skutek imigracji	Transfery pieniądza z zagranicy
Jednostronne transfery zagraniczne	Grabież
Eksport dóbr	Międzyrządowa pomoc zagraniczna
Inwestycje zagraniczne	Dług publiczny

Źródło: opracowanie własne.

Artykuł jest zorganizowany w następujący sposób. W rozdziale 2 analizujemy rynkowe metody wzrostu podaży pieniądza. Następnie badamy nierynkowe

² Analizę efektu Cantillona można również prowadzić z punktu widzenia miejsc, w których nowe pieniądze zaczynają swoją „wędrowkę” w danej gospodarce (Nenovsky, 2002). Jednak uważamy, że dużo ważniejszy jest sposób, w jaki trafiają one do systemu gospodarczego niż fizycznie rozumiane miejsce — przykładowo, bank centralny może kreować pieniądź bazowy zarówno poprzez standardowe operacje otwartego rynku, jak i poprzez mniej konwencjonalne działania, takie jak luzowanie ilościowe.

³ W literaturze występuje podział na pieniądź egzogeniczny i endogeniczny. Choć bywa on użyteczny, nie zawsze jest precyzyjny. Przykładowo, na ogół zakłada się, że wzrost podaży złota w standardzie złota miał charakter egzogeniczny, chociaż wydobycie złota reagowało przecież na cenę kruszcu. Ponadto w literaturze toczy się debata (Knakiewicz, 1998, s. 168–170), czy we współczesnym systemie pieniężnym banki centralne zwiększają podaż pieniądza bazowego w sposób egzogeniczny, czy raczej w odpowiedzi na potrzeby systemu bankowego (a więc w sposób endogeniczny). Z tych powodów nie zastosowaliśmy w niniejszej pracy tego kryterium.

sposoby inflacji monetarnej (rozdział 3). W głównym toku naszych rozważań dla uproszczenia założyliśmy, że na świecie obowiązuje jeden pieniądz towarowy. Pracę zamyka podsumowanie, w którym uchylimy powyższe założenie.

II. Rynkowe metody wzrostu podaży pieniądza

Przez pojęcie metod rynkowych będziemy rozumieć te sposoby, które nie naruszają zasady dobrowolności charakterystycznej dla wolnego rynku, a więc nie opierają się na przymusie (Weber, [1919] 2004)⁴.

Teoretycznie istnieją dwie metody rynkowego zwiększania światowej podaży pieniądza (co zachodzi wtedy, kiedy powstają nowe jednostki pieniężne): produkcja pieniądza towarowego (czyli takiego, który ma, oprócz wartości monetarnej, także wartość użytkową) oraz emisja prywatnych pieniędzy typu *fiat*. W praktyce jednak ta druga możliwość nigdy nie odgrywała znaczącej roli⁵. Były i są emitowane co prawda prywatne waluty *fiat*, jednak należy zauważyć, że żadna z nich nie osiągnęła, przynajmniej jeszcze, statusu pieniądza, czyli powszechnego środka wymiany⁶. Dlatego w tym artykule skupimy się na pierwszym sposobie — zwłaszcza że z historycznego punktu widzenia była to podstawowa metoda rynkowego wzrostu globalnej podaży pieniądza. Przez tysiące lat wydobywanie kruszcu było najistotniejszym kanałem, przez który nowe pieniądze trafiały do gospodarki.

Jeśli zaś chodzi o rynkowe metody prywatnego przepływu pieniędzy z jednej gospodarki do drugiej, to wyróżniamy eksport dóbr i usług, w tym wydatki turystów zagranicznych na terenie danej gospodarki, imigrację i transfer spieniężo-

⁴ Pomijamy więc kreację pieniądza przez instytucje państwowe (rząd, bank centralny) lub rynkowe, lecz posiadające pewne przywileje nadane przez państwo (banki komercyjne funkcjonujące w oparciu o rezerwę częściową) — innymi słowy, ponieważ rezerwę częściową można uważać za naruszenie tradycyjnych zasad prawnych (Huerta de Soto, 2009, rozdz. I–III), w tym rozdziale założymy brak występowania środków fiducjarnych (substytutów pieniądza niemających oparcia w pieniądzu właściwym). Nasza klasyfikacja czerpie z zaproponowanego przez Oppenheimera (1926) rozróżnienia na środki ekonomiczne i środki polityczne, dzięki którym człowiek może się wzbogacić. Te pierwsze są to produkcja i pokojowa wymiana między jednostkami, natomiast te drugie polegają na przemocy i rabunku. Według Oppenheimera państwo stosuje przede wszystkim te drugie środki.

⁵ Jak uważa Hülsmann (2008), wynika to z tego, że jednostki na wolnym rynku zawsze będą preferować pieniądz towarowy, z którym nie wiąże się ryzyko całkowitej utraty wartości (gdyż posiada on również wartość niemonetarną, użytkową), niż pieniądz pusty, który — jego zdaniem — istniał i istnieje wyłącznie z powodu ingerencji rządowych w sferę pieniądza.

⁶ Oczywiście termin „powszechny” jest nieprecyzyjny, ale nie pomylimy się bardzo, jeśli stwierdzimy, że te waluty, włącznie z bitcoinem, nie osiągnęły jeszcze statusu dobra, które każdy niedoszły nabywca jakiegokolwiek innego dobra (przynajmniej na określonym obszarze) musi zdobyć (Sieroń, 2013).

nego majątku, jednostronne transfery zagraniczne, eksport dóbr oraz inwestycje zagraniczne⁷.

1. Prywatna produkcja pieniądza towarowego

Według Cantillona ([1755] 1938, s. 140–144) w wypadku wzrostu wydobycia złota nowo wydobyty kruszec trafiał najpierw do właścicieli kopalń i górników, a następnie do ich dostawców (np. do producentów narzędzi), rozchodząc się stopniowo po gospodarce i podbijając ceny. Wzrost cen dóbr i usług negatywnie przekładał się na późnych odbiorców nowych pieniędzy, osoby otrzymujące stałe płatności (Roske, 1963, s. 192) oraz konkurencyjność eksporterów i przedsiębiorstw, których produkty miały substytuty na rynkach światowych. Dodatkowo wzrost wynagrodzeń w branży wydobywczej powodował odpływ pracowników z innych sektorów. Znaczący odpływ czynników produkcji do branży wydobywczej był charakterystyczny dla tzw. gorączek złota (Gilbert, 1933, s. 594; Maddock, McLean, 1984, s. 1052–1058; Roske, 1963, s. 190), które miały wszelkie znamiona tzw. choroby holenderskiej (Neary, 1982). W wyniku wzrostu podaży kruszcu następowały bowiem wzrost cen krajowych⁸, utrata konkurencyjności przez niektóre sektory (niepowiązane z wydobyciem i przetwarzaniem kruszcu), wzrost importu (często dóbr, które wcześniej eksportowano) i w konsekwencji odpływ kruszcu.

Trzeba jednak zauważyć, że wzrost importu nie powinien zaskakiwać, kraj wydobywający złoto z oczywistych względów bowiem miał przewagę komparatywną w dziedzinie produkcji pieniądza. Właściwie taki kraj zyskiwał w kontekście międzynarodowym względem innych państw, gdyż jego obywatele mogli większą część swych dochodów przeznaczyć na produkty importowane, których ceny pozostawały stabilne (Cairnes, 1873, s. 36–40). Ponadto podaż kruszcu wzrastała na skutek dobrowolnych działań podmiotów rynkowych zaangażowanych w produkcję pieniądza w ramach własności prywatnej. Była ona także ograniczona naturalną rzadkością metali szlachetnych oraz samoregulującym się mechanizmem zysków i strat, co tłumaczy krótkotrwały charakter tzw. gorączek złota. Wzrost podaży pieniądza prowadził bowiem do wzrostu cen i płac, co nie tylko zachęcało do imigracji (Maddock, McLean, 1984), która przyczyniała się do zmniejszenia presji na wzrost płac, oraz powodowało odpływ

⁷ Naszym celem nie jest dokładne omówienie wszystkich kanałów bilansu płatniczego, przez które pieniądze mogą wejść do gospodarki, lecz raczej rozwinięcie analizy dokonanej przez Cantillona (1755 [1938]). Oczywiście, każda klasyfikacja jest arbitralna, niemniej wydaje się nam, że przedstawione przykłady obejmują wszystkie najistotniejsze sposoby, w jakie podaż pieniądza może zostać zwiększona globalnie bądź przetransferowana do danej gospodarki: wydatki na dobra handlowe, wydatki na usługi, transfery jednostronne, transfer majątku oraz inwestycje zagraniczne.

⁸ Przy czym ceny dóbr niewymiennych w handlu zagranicznym (ang. *non-tradable goods*), takich jak ziemia, nieruchomości czy usługi, rosły relatywnie bardziej niż ceny dóbr zbywalnych (Gilbert, 1933, s. 572–573; Maddock, McLean, 1984, s. 1047).

złota i spadek presji na ceny, lecz także obniżało opłacalność wydobywania złota. Wydobycie kruszcu — w przeciwieństwie np. do wzrostu pieniądza bazowego przez banki centralne — było poddane mechanizmom rynkowym i kopalnie nie mogły arbitralnie zwiększyć wydobycia. Innymi słowy, decyzje o zwiększeniu wydobycia złota zależały od opłacalności wydobycia, którą z kolei determinowała cena kruszcu względem innych dóbr i usług, czyli rynkowo ustalana siła nabywcza pieniądza.

Na koniec tego punktu warto zauważyć jeszcze dwie rzeczy. Po pierwsze, według Skousena (2011, s. 304) roczna produkcja złota nigdy nie zwiększyła ogólnych zasobów złota o więcej niż 5% w danym roku, włącznie z okresami tzw. gorączek złota, zatem skala inflacji monetarnej zachodzącej w ten sposób była relatywnie niewielka. Po drugie, wzrost podaży złota oznaczał spadek jego ceny, co pozytywnie wpływało na sektory wykorzystujące kruszec jako surowiec (jubilerstwo, przemysł). Tym samym wzrost podaży pieniądza towarowego z konieczności nie był neutralny.

2. Wydatki turystów zagranicznych⁹

Wzrost wydatków turystycznych — jak każdy wzrost podaży pieniądza — prowadzi do wzrostu cen, na którym jedni zyskują, inni zaś tracą. Zyskiwać będą pierwsi odbiorcy nowych pieniędzy, czyli przede wszystkim szeroko rozumiana branża turystyczna, jej dostawcy oraz pracownicy (Bond, Landman, 1972, s. 44–45), tracić zaś będą osoby otrzymujące stałe dochody oraz osoby pracujące w zupełnie różnych, nieturystycznych częściach kraju, do których nowe pieniądze trafią relatywnie późno, a które muszą płacić teraz więcej np. za usługi budowlane lub za wczasy w kraju (ich dochody nie nadążają za wzrostem cen)¹⁰. Szczególnie poszkodowani będą nabywcy nieruchomości, a także osoby, które wynajmują nieruchomości lub usługi ziemi — ze względu na wzrost cen nieruchomości i ziemi (Ardahaey, 2011)¹¹. Wydaje się zatem, że efekt Cantillona wydatków turystycznych przyjezdnych (tj. redystrybucja dochodu i majątku od jednych do drugich osób) stanowi argument przeciwko rządowemu wspieraniu turystyki.

Wzrost podaży pieniądza poprzez kanał turystyczny wyróżniają dwie rzeczy. Po pierwsze, sektor turystyczny jest relatywnie pracochłonny, a zatem wzrost wydatków w tym sektorze przełoży się na wzrost zatrudnienia we względnie wysokim

⁹ Por. Sieroń (2015b).

¹⁰ We współczesnym systemie pieniężnym będą także relatywnie zyskiwać sprzedawcy waluty krajowej oraz importerzy, tracić zaś eksporterzy, ponieważ wydatki turystyczne zwiększają popyt na walutę krajową i jej kurs.

¹¹ Efekt ten zdaje się najmocniej zachodzić w gospodarkach wyspiarskich (oraz na wybrzeżu), gdzie podaż ziemi jest w naturalny sposób ograniczona. Wzrost cen może być tak istotny, że część osób może być zmuszona do emigracji poza obszar atrakcyjny turystycznie (Buchsbaum, 2004, s. 31–32; Wilson, 1976, s. 10–17).

stopniu (Bond, Landman, 1972, s. 46)¹². Po drugie, ponieważ wydatki turystyczne mają w dużej mierze charakter konsumpcyjny (są przeznaczane np. na noclegi w hotelu, posiłki w restauracji czy pamiątki), to nie sprzyjają wzrostowi gospodarczemu, który bierze się z oszczędności i inwestycji. Warto na koniec tego punktu zauważyć, że wydatki turystów zagranicznych wyrażają preferencje jednostek z innych części gospodarki światowej (ich wzrost może zatem być interpretowany jako realizacja prawa jednej ceny zastosowanej do porównywalnych dóbr i usług turystycznych), mają zatem charakter równoważący w skali światowej.

3. Imigracja i transfer majątku (spieniężonego)

Imigracja zachodzi na ogół do krajów, w których istnieje wyższy standard życia. Ma ona zatem charakter wyrównujący globalne nierówności w wysokości płacy realnej. Imigracja oraz transfer spieniężonego majątku powoduje wzrost podaży pieniądza w kraju docelowym i wynikający z tego efekt Cantillona. Trudno wskazać *a priori*, na co dokładnie imigranci wydadzą przywiezione z sobą pieniądze, ale można zaryzykować tezę, że beneficjentem imigracji będzie przede wszystkim sektor nieruchomości, ponieważ w wyniku zwiększonego popytu pieniężnego wzrosną ceny nieruchomości oraz stawki ich wynajmu, a także jego dostawcy, jak np. sektor budowlany i sektor meblarski. Poszkodowanymi będą zatem ci właściciele nieruchomości, którzy podpisali długoterminowe umowy najmu przed napływem imigrantów, oraz krańcowi kupcy i najemcy, których teraz nie będzie stać na kupno lub wynajem pożądanego przez nich mieszkania. Nasze przypuszczenie potwierdza przykład Izraela, do którego na początku lat 90. napłynęło wielu imigrantów z (byłego) ZSRR. Jak podają Beenstock i Fisher (1997, s. 336), krótkookresowym efektem tej migracji był istotny wzrost realnych cen nieruchomości (w latach 1989–1995 ceny się podwoiły). Drugą specyficzną cechą tego sposobu wzrostu podaży pieniądza może być wzrost społecznej stopy oszczędności, względny spadek cen dóbr konsumpcyjnych, wzrost inwestycji oraz wydłużenie się struktury produkcji

¹² Ponadto, ponieważ — jak pokazują Lee i Kang (1998) — praca w tej branży na ogół nie wymaga specjalnie wysokich kwalifikacji i jest mało płatna, na wroście podaży pieniądza przez kanał turystyczny zyskają z jednej strony w relatywnie większym stopniu osoby najbiedniejsze, co odpowiednio przełoży się na wzrost ich popytu i strukturę produkowanych dóbr. Jednocześnie jednak osoby relatywnie biedniejsze często posiadają mniej aktywów (np. ziemi), których cena rośnie na skutek wzrostu wydatków turystycznych (Shah, Gupta, 2000). Poza tym sektor turystyczny często generuje niższy dochód dla osób najbiedniejszych niż ten, jaki tracą one na skutek pogorszenia kanału turystyczny zyskają z jednej strony w relatywnie większym stopniu osoby najbiedniejsze, co odpowiednio przełoży się na wzrost ich popytu i strukturę produkowanych dóbr. Jednocześnie jednak osoby relatywnie biedniejsze często posiadają mniej aktywów (np. ziemi), których cena rośnie na skutek wzrostu wydatków turystycznych (Shah, Gupta, 2000). Poza tym sektor turystyczny często generuje niższy dochód dla osób najbiedniejszych niż ten, jaki tracą one na skutek pogorszenia sytuacji w innych sektorach eksportowych ze względu na aprecjację waluty krajowej bądź wzrost cen czynników produkcji (Blake, 2008).

— badania dowodzą bowiem, że imigranci mają większą skłonność do oszczędzania od ludności lokalnej (Piracha, Zhu, 2007).

4. Prywatne, jednostronne transfery zagraniczne

Prywatne, jednostronne transfery zagraniczne zwiększają podaż pieniądza i ceny, prowadząc do efektu Cantillona w kraju-odbiorcy. Dokładny wpływ efektu pierwszej rundy realizującego się poprzez prywatne, jednostronne transfery zagraniczne zależy od struktury wydatków ich odbiorców. Jeśli gospodarstwa domowe otrzymujące zagraniczne transfery na inwestycje przeznaczają więcej dochodu niż na bieżącą konsumpcję w porównaniu z gospodarstwami domowymi nieotrzymującymi żadnych transferów — jak argumentują Castaldo i Reilly (2007) — to wydaje się, że prywatne, jednostronne transfery zagraniczne mogą przyczynić się do wzrostu gospodarczego, a także do wzrostu relatywnych cen aktywów (Adams, 1991, s. 70–72). Wyróżniającą cechą tego sposobu wzrostu podaży pieniądza jest to, że regularnie otrzymywane transfery zwiększają dochody rozporządzalne ich odbiorców, mogą więc przyczynić się do mniejszej podaży pracy, wpływając negatywnie na wielkość produkcji oraz w konsekwencji na wzrost cen dóbr i usług (Jansen *et al.*, 2012). Co również istotne, prywatne, jednostronne transfery zagraniczne mogą być postrzegane jako konsekwencja wyrównywania się płac w światowej gospodarce — wzrost podaży pieniądza przez ten kanał ma zatem charakter endogeniczny.

5. Eksport dóbr

Kolejnym sposobem wprowadzenia pieniędzy do gospodarki jest sprzedaż produktów za granicę (eksport)¹³. Głównymi beneficjentami tej realizacji efektu pierwszej rundy będą, co oczywiste, eksporterzy, a także ich dostawcy. Ich relatywna korzyść wyróżnia ten sposób inflacji monetarnej — gdyż inne rodzaje transferów pieniężnych prowadzą na ogół do aprecjacji waluty krajowej bądź wzrostu cen czynników produkcji — oraz może wyjaśniać częściowo popularność wspierania eksportu przez rządy, mimo że nie zawsze wiążą się z nim korzyści ogólnogospodarcze. Jeżeli swoje zwiększone salda pieniężne będą wydawać w kraju, to zwiększą się ceny dóbr i usług krajowych, co po pewnym czasie spowoduje spadek opłacalności eksportu, a wzrost importu. Efekt Cantillona zachodzący w skali międzynarodowej tłumaczy zatem, dlaczego nadwyżka handlowa będzie na ogół zjawiskiem względnie nietrwałym. Relatywnie na tej realizacji efektu pierwszej rundy tracić będą konsumenci dóbr, które nie mają zagranicznych substytutów, a więc m.in. nabywcy usług, ziemi i nieruchomości. Tak

¹³ Warto zaznaczyć, że wydatki turystyczne stanowią formę eksportu dóbr i usług. Ponieważ wydatki turystyczne w znacznej mierze przeznaczane są na usługi, w niniejszym punkcie skupiamy się na eksporcie dóbr.

jak w wypadku innych rynkowych metod zwiększenia podaży pieniądza w gospodarce, napływ funduszy na skutek sprzedaży dóbr za granicą jest rezultatem (a właściwie: jedną z dwóch stron) dobrowolnych transakcji, które wyrażają preferencje jednostek w nią zaangażowanych. Taki transfer pieniędzy będzie zatem miał charakter równoważący, wyrównujący ceny w wymiarze międzynarodowym, zgodnie z prawem jednej ceny.

6. Inwestycje zagraniczne

Ostatnim wymienionym przez Cantillona rynkowym sposobem, w jaki pieniądze mogą zostać wprowadzone do gospodarki, są inwestycje zagraniczne. Irlandzki ekonomista zauważył, że ich napływ do kraju obniży stopę procentową. Dostrzegając on zatem, że wpływ zmian w podaży pieniądza na stopę procentową zależy od konkretnej realizacji efektu pierwszej rundy, a także to, że spadek stopy procentowej nie wynika po prostu z większej podaży pieniądza w gospodarce, lecz z tego, że nowe pieniądze wchodzą do gospodarki poprzez salda pieniężne kredytodawców (Cantillon, [1755] 1938, s. 157–170).

Beneficjentami takiej realizacji efektu pierwszej rundy będą zatem przede wszystkim sprzedający akcje, oferenci obligacji i pożyczkobiorcy, którzy pożyczą potrzebne im środki po niższej stopie procentowej, a także szeroko rozumiany sektor finansowy obsługujący napływający kapitał. Oczywiście, zyskają nie tylko oni, ale także wszyscy pożyczkobiorcy, którzy mogą pożyczać teraz taniej, oraz właściciele wyżej wycenianych aktywów (w rezultacie niższej stopy procentowej) — i to niezależnie od tego, kiedy (jeśli w ogóle) nowe pieniądze do nich trafią. Jak widać, emitenci akcji i obligacji zyskują nie bezpośrednio na wzroście popytu na ich instrumenty (gdyż transakcje na rynku wtórnym nie zwiększają kapitału do dyspozycji spółki), lecz poprzez spadek kosztu kapitału, który mogą teraz pozyskać. Jednocześnie relatywnie poszkodowani będą krajowi kredytodawcy, którzy — na skutek konkurencji zagranicznej — będą musieli obniżyć wysokość żądanych przez siebie odsetek.

Wzrost podaży pieniądza poprzez inwestycje zagraniczne, podobnie jak i w innych wypadkach, będzie pociągał za sobą efekt pierwszej rundy, polegający na wzroście dochodów pierwszych odbiorców napływających pieniędzy i właścicieli odpowiednich aktywów i w konsekwencji na dystrybucji dochodów w obrębie społeczeństwa. Kanał ten jest o tyle wyjątkowy, o ile — w przeciwieństwie do poprzednich wypadków — wpływające przez niego pieniądze nie stanowią jednostronnego transferu siły nabywczej, zapłaty za różnego rodzaju dobra handlowe lub wydatków na usługi konsumpcyjne, lecz oszczędności inwestowane w różne aktywa — takie jak akcje, obligacje czy nieruchomości — lub w kapitał rzeczowy w celu założenia firmy. To pociąga za sobą dwie implikacje. Pierwsza to spadek stopy procentowej oraz stopniowy wzrost cen różnych klas aktywów (w zależności od tego, na który rynek jako pierwszy trafią nowe środki). Druga implikacja jest taka, że wzrost poda-

ży pieniądza przez ten kanał będzie powodował wzrost inwestycji i produkcji. Choć w literaturze często można spotkać się z opinią, że nadmierny napływ zagranicznego kapitału może powodować niestabilność gospodarczą oraz kryzysy finansowe (np. Reinhart, Reinhart, 2008), to jednak należy odróżnić wzrost inwestycji finansowanych jedynie dobrowolnymi oszczędnościami (a tylko takie interesują nas w tym rozdziale) od finansowanych ekspansją kredytową w krajach eksportujących kapitał. Wydaje się, że w tym pierwszym wypadku inwestycje zagraniczne nie są w stanie wywołać zjawisk koniunkturalnych, lecz raczej trwały wzrost gospodarczy w wyniku produktywnego wykorzystania większych oszczędności. Wynika to z tego, iż na wolnym rynku przepływ kapitału determinowany jest czynnikami całkowicie endogenicznymi (w tym kontekście: pochodzącymi z systemu gospodarczego), tj. strukturą stóp procentowych. Innymi słowy, oszczędności będą kierowane tam, gdzie — *ceteris paribus* — będzie istnieć wyższa stopa procentowa, co będzie prowadzić do wyrównywania się stopy procentowej w skali globalnej.

III. Nierynkowe metody wzrostu podaży pieniądza

Przez pojęcie metod nierynkowych będziemy rozumieć te sposoby, które naruszają zasadę dobrowolności, cechującą transakcje wolnorynkowe i opierają się na przymusie — zarówno metody zwiększające globalną podaż pieniądza (na całym świecie), jak i transfery z zagranicy. Jeśli chodzi o tę pierwszą kategorię, to wyróżniamy psucie monety, drukowanie banknotów oraz ekspansję kredytową, a w wypadku tej drugiej wyszczególniamy grabież wojenną, publiczną pomoc zagraniczną oraz rządowe pożyczki zagraniczne. Postanowiliśmy zmienić kolejność w tym rozdziale i naszą analizę zacząć od transferów zagranicznych, gdyż chcemy abstrahować — aby skupić się na skutkach wynikających z samego przepływu pieniędzy do danej gospodarki narodowej — od kreacji pieniądza tak długo, jak to możliwe.

1. Grabież

Przez pojęcie grabieży rozumiemy transfer bądź rabunek pieniędzy w innym kraju w wyniku zastosowania przemocy (lub jej groźby) przede wszystkim w wyniku działań wojennych czy reparacji wojennych. Nierynkowy charakter grabieży jest oczywisty: państwo przemocą zajmuje pieniądze należące do obywateli lub rządu innego państwa. Choć reparacje wojenne są rekompensatą za straty wojenne, uwzględniamy je w tym punkcie, ponieważ stanowią one przymusowy transfer pieniędzy w związku z prowadzonymi działaniami wojennymi między państwami. Historia pokazuje, że taki sposób wprowadzenia nowych pieniędzy mógł wywierać niebagatelny wpływ na niektóre gospodarki. Przykładem mogą być reparacje wojenne, jakie Francja musiała zapłacić Prusom po przegranej wojnie w 1871 roku. Stanowiły one 22% PKB Francji z tego roku i niewiele mniejszy odsetek PKB Niemiec (Devereux, Smith, 2005, s. 6–7). Buhr (1999) sugeruje, że otrzymy-

wane reparacje wojenne mogły przyczynić się do boomu gospodarczego w Niemczech i późniejszego kryzysu w 1873 roku. Ten sposób inflacji monetarnej wyróżnia to, że oddziałuje on w pierwszej kolejności na sektor rządowy i militarny. Warto zauważyć, że efekt Cantillona może częściowo tłumaczyć, dlaczego państwa tak często angażują się w działania wojenne, które są niezwykle kosztowne. Nawet jeśli prowadzenie wojny jest nieopłacalne w skali całej gospodarki, to z pewnością mogą na niej skorzystać rządzący. Jest tak, gdyż pozyskane ewentualnie środki pieniężne trafiają w pierwszej kolejności do sektora rządowego i sektorów blisko z nim związanych (głównie do sektora militarnego), koszty prowadzenia wojny zaś są rozproszone pomiędzy wielu członków społeczeństwa.

2. Nierynkowa pomoc zagraniczna

Przez pojęcie „nierynkowa pomoc zagraniczna” będziemy rozumieli oficjalną pomoc rozwojową, na którą składają się darowizny (ang. *grants*) oraz kredyty na preferencyjnych warunkach¹⁴.

Ponieważ istnieje wiele różnych programów pomocowych, trudno wskazać na ogólne skutki wprowadzania nowych pieniędzy do gospodarki właśnie poprzez ten kanał, niemniej — ponieważ za alokację oficjalnych środków pomocowych odpowiadają rządy państw-odbiorców — można stwierdzić, że to sektor rządowy będzie pierwszym i głównym beneficjentem pomocy zagranicznej (Boone, 1995)¹⁵.

¹⁴ Oficjalna pomoc rozwojowa są to darowizny i pożyczki (ale tylko wtedy, gdy zawierają element darowizny o wartości przynajmniej 25% wartości pomocy) przekazane krajom rozwijającym się przez oficjalne instytucje rządowe państw-dawców lub organizacje międzynarodowe mające na celu wsparcie rozwoju gospodarczego i dobrobytu w tych krajach (OECD, 2008). Oficjalna pomoc rozwojowa jest metodą nierynkową, gdyż stanowi bezpośredni lub pośredni (poprzez organizacje pozarządowe) transfer siły nabywczej pomiędzy rządami danych krajów (Friedman, 1958). Przekazane środki pieniężne musiały być zatem albo zabrane wcześniej obywatelom kraju-dawcy w formie podatków, albo stworzone w wyniku kreacji pieniądza. Warto zauważyć, że wnioski z tego punktu stosują się także, *mutatis mutandis*, do funduszy europejskich. Podobnie jak w wypadku oficjalnej pomocy rozwojowej napływ funduszy unijnych prowadzi do pewnych negatywnych skutków wynikających z określonej realizacji efektu Cantillona, tj. tego, że fundusze unijne wchodzą do gospodarki jako *de facto* nierynkowa pomoc zagraniczna. Warto zauważyć, że napływ funduszy unijnych może zwiększyć także bazę monetarną w kraju-odbiorcy, jeśli otrzymywane euro są zamieniane na walutę krajową w banku centralnym. Istotnie, wymiana euro na złote polskie przez NBP była jednym z czynników determinujących wielkość rezerw i poziom płynności polskiego sektora bankowego na przestrzeni ostatnich lat (Kaczor, Soszyński, 2010, s. 22–24; Zajder, 2008).

¹⁵ Kto zyska w następnej kolejności na tym sposobie realizacji efektu Cantillona, zależy od dokładnej ich alokacji przez rządy. Według danych OECD (2015, s. 2) w 2013 r. pomoc zagraniczna dla państw rozwijających się była przede wszystkim kierowana na cele socjalne (38%), takie jak edukacja, zdrowie, populacja, rząd i społeczeństwo obywatelskie; cele ekonomiczne (22%) — głównie do sektora transportowego i komunikacyjnego oraz energetycznego oraz cele produkcyjne (8%) — przede wszystkim na rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo.

Wzrost podaży pieniądza w postaci pomocy zagranicznej będzie zatem powodować rozwój sektora publicznego kosztem sektora prywatnego (Friedman, 1958), a w konsekwencji redystrybucję dochodu (w postaci wyższych cen) od ogółu społeczeństwa do klasy rządzącej oraz wspieranych przez nią firm (Khan, Ahmed, 2007, s. 223). Na tej podstawie można zaryzykować tezę, że więcej pieniędzy wpływających do gospodarki w formie nierynkowej pomocy zagranicznej będzie negatywnie wpływać na wzrost gospodarczy w długim okresie. Boone (1995) wykazał bowiem, że zdecydowana większość takich funduszy przeznaczana jest na konsumpcję. Innymi słowy, pomoc zagraniczna sama w sobie nie jest w stanie przyczynić się do wzrostu gospodarczego — wcześniej muszą istnieć odpowiednie warunki do inwestowania. Nierynkowa pomoc zagraniczna zwiększa podaż pieniądza dostępnego dla rządu w kraju-beneficjencie, co zmniejsza presję na reformy gospodarcze stwarzające odpowiednie warunki do inwestowania przez prywatnych inwestorów (Friedman, 1958, s. 7).

W przeciwieństwie do prywatnych transferów zagranicznych, które wyrażały dobrowolne preferencje jednostek, pomoc zagraniczna jest często podyktowana czynnikami politycznymi i w pewnym sensie stanowi konsumpcję urzędniczą (w tym sensie, że to urzędnicy decydują nierzadko o pomocy i alokacji przyznanych środków). To pociąga za sobą ważną implikację: pomoc zagraniczna nie ma charakteru równoważącego. Przeciwnie, powoduje ona wiele negatywnych skutków, takich jak np. wzrost cen dóbr krajowych¹⁶, w tym czynników produkcji — m.in. z powodu prawdopodobnego ożywienia w sektorze konstrukcyjno-budowlanym (jako że w państwach rozwijających się infrastruktura stoi zazwyczaj na relatywnie niskim poziomie) — i w konsekwencji spadek opłacalności prywatnej produkcji wielu dóbr (Osterfeld, 1990, s. 65–67), a także rozrost sektora publicznego (Lal, b.r.w.) i towarzyszący mu efekt wypychania, wzrost korupcji czy błędne inwestycje rządowe (Osterfeld, 1990, s. 67).

Podsumowując ten punkt, należy stwierdzić, że efekt Cantillona realizujący się poprzez napływ pomocy zagranicznej będzie powodować redystrybucję dochodu od podatników krajów-donatorów (poprzez podatki) oraz obywateli krajów-beneficjentów pomocy (w rezultacie inflacji cenowej) do sektora publicznego i powiązanych z nim podmiotów, ale także do wszystkich osób zaangażowanych w alokację środków pomocowych (a więc np. do członków organizacji pozarządowych). Efekt pierwszej rundy może tłumaczyć powszechne poparcie dla programów pomocowych, które częściowo wynika właśnie z nieuwzględnienia tego,

¹⁶ Nie trzeba dodawać, że wzrost podaży pieniądza i w konsekwencji inflacja cenowa w przypadku państw rozwijających się, w których eksport często odgrywa istotną rolę, może pociągać za sobą poważne reperkusje i niweczyć szlachetne założenia stojące za ideą pomocy zagranicznej, tj. co najmniej nie przyczyniać się do wzrostu gospodarczego państw-beneficjentów (Rajan, Subramanian, 2009).

że pieniądze nie trafiają do gospodarek państw rozwijających się równomiernie, lecz poprzez sektor rządowy i powiązane z nimi podmioty (Bauer, Yamey, 1983).

3. Zagraniczny dług publiczny

Zagraniczny dług publiczny jest kolejną metodą zwiększania podaży pieniądza w kraju poprzez jego transfer z zagranicy, wymienioną przez Cantillona ([1755] 1938, s. 157–158). Zaciąganie zagranicznego długu publicznego jest metodą nierynkową, gdyż państwo może spłacać swoje długi wyłącznie pieniędzmi wykreowanymi lub zebranymi w podatkach. Głównym beneficjentem tego sposobu wzrostu podaży pieniądza w gospodarce będzie sektor publiczny (oraz dealerzy obligacji), a następnie beneficjenci jego wydatków.

Emisja obligacji przez państwo, skutkująca powiększeniem się długu publicznego, będzie powodowała, *ceteris paribus*, wzrost oprocentowania obligacji państwowych, a następnie innych stóp procentowych (gdyż oprocentowanie obligacji państwowych uważane jest za „stopę wolną od ryzyka” i jako takie stanowi niejako podstawę do ustalania oprocentowania innych papierów dłużnych) i w konsekwencji efekt wypychania. Wzrost podaży pieniądza w gospodarce przez ten kanał nie może wywołać zatem cyklu koniunkturalnego — w wyniku wzrostu stopy procentowej spada opłacalność wielu do tej pory rentownych projektów inwestycyjnych, struktura produkcji zaś ulega skróceniu (liczba etapów produkcji ulega redukcji, w wyniku czego czas produkcji dóbr konsumpcyjnych zmniejsza się). Ten sposób inflacji monetarnej powoduje także zakłócenia międzysektoralne. Wynikają one z redystrybucji dochodu od krajowych podatników do sektora rządowego i finansowego oraz kredytodawców, a więc w konsekwencji z realizacji innej nierynkowej struktury wydatków, która wpłynie na przetasowania w strukturze relatywnych cen i produkcji.

Zaciąganie zagranicznego długu publicznego odznacza się jeszcze dwiema charakterystycznymi cechami. Po pierwsze, inflacja monetarna będzie tymczasowa, ograniczona czasowo do terminu wykupu papierów dłużnych lub momentu ich sprzedaży na rynku wtórnym inwestorom krajowym. Po drugie, ponieważ od długu trzeba płacić odsetki, to zaciąganie długu publicznego ma *per saldo* charakter deflacyjny. Jednak efekt inflacyjny i deflacyjny nie znoszą się nawzajem. Konieczność płacenia odsetek determinuje także rodzaj wydatków finansowanych w ten sposób. Z historycznego punktu widzenia oprócz sektora rządowego i bankowego obsługującego te transakcje największym beneficjentem napływu pożyczek zagranicznych był sektor militarny lub budowlano-konstrukcyjny, jako że rządy pożyczają niemal wyłącznie po to, aby sfinansować wydatki wojenne (Hoppe, 1995, s. 107–108) lub w celu sfinansowania różnych istotnych inwestycji infrastrukturalnych.

Jednak we współczesnym systemie monetarnym emisja obligacji skarbowych stanowi raczej narzędzie kreacji pieniądza, gdyż obligacje są pośrednio monety-

zowane poprzez banki centralne. Nabywane zaś przez banki komercyjne stają się często podstawą akcji kredytowej, w wyniku której zwiększa się podaż pieniądza w gospodarce (Buchanan, Wągner, 1967, s. 4–5).

4. Psucie monety

Psucie monety było historycznie pierwszym i najdłużej stosowanym sposobem zwiększania globalnej podaży pieniądza, co wynikało z faktu, że przez większą część trwania cywilizacji ludzkiej obowiązywał standard towarowy, banknoty zaś pojawiły się dopiero w XVII w. (lub XIV w., jeśli uwzględnić weksle własne emitowane na terenie dzisiejszych Włoch).

Proces ten (zwany także *peioratio monetae*) polegał na zmniejszaniu ilości kruszcu w monecie w stosunku do tej wynikającej z jej wartości nominalnej (ang. *face value*). Można było tego dokonać na trzy sposoby (lub dowolną ich kombinację): a) zmniejszenie wagi monety; b) obniżenie próby monety; c) podniesienie wartości nominalnej bez zmieniania zawartości kruszcu w monecie. Z uzyskanego w wyniku pierwszego lub drugiego sposobu kruszcu wybijano następnie nowe monety, zasilające skarb królewski (skarb państwa). Psucie monety zasadało się zatem na asymetrii informacyjnej pomiędzy panującym (oraz mincerzami), który wiedział, że wypuszcza do obiegu monetę o wartości kruszcu niezgodnej z wartością nominalną, a obywatelami, którzy o tym nie zawsze wiedzieli, a dowiedzenie się tego wymagało poniesienia pewnych kosztów transakcyjnych. Gdy ludzie w końcu dowiadawali się, że wartość nominalna danych monet nie odpowiada ilości zawartego w nich kruszcu, dyskontowali je w stosunku do pełnowartościowych monet i kruszcu, co prowadziło do wzrostu cen dóbr i usług wyrażanych w tychże monetach.

Na tej metodzie realizacji efektu Cantillona zyskiwali, jak zawsze, dłużnicy netto oraz pierwsi odbiorcy nowych pieniędzy — tj. przede wszystkim panujący, administracja publiczna, a także sektor militarny (czyli głównie żołnierze), ponieważ monetę psuto głównie po to, aby sfinansować działania wojenne (lub ewentualnie w celu spłacenia pożyczek zaciągniętych wcześniej na potrzeby wojny). Beneficjentami byli również mincerze, złotnicy, dealerzy walutowi, osoby przynoszące kruszec na przetopienie na monety, a także posiadacze kruszcu oraz monet o wysokich nominałach, które były rzadziej psute. Tracili zaś szeroko rozumiani wierzyciele netto, w tym osoby otrzymujące stałe płatności. Najczęściej było to więc duchowieństwo oraz właściciele ziemscy (szlachta) otrzymujący czynsz w stałej wysokości (Bordo, 1986, s. 340–341). Nie dziwi więc teraz występowanie licznych konfliktów między monarchami a duchowieństwem czy możnymi w okresie średniowiecza. Tracili też relatywni późni odbiorcy nowych pieniędzy czy też osoby, które najpóźniej orientowały się co do prawdziwej zawartości kruszcu w monetach, które otrzymali (czyli ge-

neralnie najbiedniejsze warstwy społeczne), oraz pracownicy otrzymujący stałe wynagrodzenie¹⁷.

Skala inflacji monetarnej zachodzącej poprzez psucie monety była relatywnie (w stosunku do późniejszej inflacji pieniądza papierowego) niewielka (Hülsmann, 2008, s. 91). Ten sposób wzrostu podaży pieniądza wiązał się bowiem z istotnymi ograniczeniami: panujący nie mogli arbitralnie zwiększyć fizycznej ilości kruszcu, nie byli także w stanie wymusić na społeczeństwie przynoszenia kosztowności i starych monet do przetopienia inaczej niż poprzez istotny wzrost ceny mieniczej, co jednak powodowało zmniejszenie stopy senioratu (Spufford, 1988, s. 318). Ponadto psucie monety było hamowane poprzez groźbę odpływu kruszcu za granicę zgodnie z prawem Kopernika-Greshama. Proces psucia monety natomiast był relatywnie prosty do zauważania (przynajmniej przez część społeczeństwa), ponieważ monety stanowiły swego rodzaju certyfikat poświadczający wagę i próbę kruszcu, który był jednak z nim nierozzerwalnie i fizycznie związany.

5. Państwowy druk pieniądza

Efekt Cantillona wynikający ze wzrostu podaży pieniądza poprzez dodruk pieniądza papierowego¹⁸ — pierwotnie najczęściej substytutów pieniądza (lub praw własności do ziemi), których wymienialność na pieniądz właściwy zostawała później anulowana lub zawieszana — nie różni się jakościowo od wzrostu podaży pieniądza poprzez psucie monety, ponieważ nowy pieniądz w tym wypadku również jest wprowadzany do gospodarki przez wydatki publiczne (jako pensje administracji publicznej, żołd żołnierzy itp.). Oznacza to, że ten sposób realizacji efektu pierwszej rundy nie powoduje cyklu koniunkturalnego, lecz jedynie ożywienie w sektorach, do których trafiają wydatki publiczne (historycznie był

¹⁷ Dlatego to, czy administracja publiczna (i żołnierze) zyskiwała, zależało od tego, czy zdążyła ona je wydać, zanim inni dowiedzieli się o psuciu, jak i od tego, w jakim pieniądzu była opłacana. Warto też w tym kontekście przypomnieć, że w średniowieczu wiele płac było regulowanych odgórnie przez miasto lub cechy i nie mogły one odpowiednio szybko się zmienić, aby dostosować się do rosnących cen, co często prowadziło do rozruchów, jak np. we Flandrii w XIV w. (Werveke, 1949, s. 126).

¹⁸ Jak wspomnieliśmy w poprzednim punkcie, banknoty w Europie zaczęto szeroko stosować w XVII w. Stało się tak częściowo z powodu chaosu monetarnego spowodowanego państwową produkcją monet, którego kulminacją był okres *Kipper und Wipperzeit* (Schnabel, Shin, 2006). Banki ważyły i sprawdzały próbę przyjmowanych przez siebie w depozycie monet, akceptując wyłącznie te dobrej jakości, co likwidowało problem asymetrii informacyjnej — to głównie z tego powodu banknoty stały się lepszym substytutem pieniądza (poza tym nie ulegały zniszczeniu tak jak monety, a były mniej kosztowne i podobnie wygodne w użyciu). O ile początkowo banknoty miały pełne pokrycie w kruszcu, o tyle rządy szybko zdały sobie sprawę, że drukowanie pieniądza papierowego (banknotów) umożliwia dokonanie inflacji monetarnej na znacznie większą skalę niż psucie monety.

to głównie sektor militarny), a więc generuje zaburzenia intersektorowe, ale nie intertemporalne.

Na tej realizacji efektu Cantillona zawsze zyskiwali zatem pierwsi posiadacze nowo wykreowanych pieniędzy, dłużnicy oraz osoby otrzymujące płatności w kruszcu (lub go posiadające). Tracili zaś wierzyciele (duchowieństwo, arystokracja), osoby otrzymujące nowo wykreowane pieniądze na końcu i nieposługujący się kruszczem (ludzie biedni, rolnicy) oraz ci, którzy otrzymywali stałe płatności (administracja publiczna, żołnierze, nauczyciele). Tak jak w sytuacji psucia monety, druk pieniądza papierowego przez rząd — jeśli zrównywał on prawnie nowo wprowadzony pieniądz papierowy z obowiązującym wcześniej pieniądzem towarowym — mógł prowadzić do odpływu kruszcu (zgodnie z prawem Kopernika-Greshama). Spadek podaży kruszcu powodował deflacyjny efekt Cantillona (który nakładał się na inflacyjny efekt pierwszej rundy) i hamował wzrost ogólnego poziomu cen.

Podstawowa różnica między psuciem monety a wzrostem podaży pieniądza papierowego ma naturę ilościową: rządowy pieniądz papierowy umożliwia ekspansję monetarną na znacznie większą skalę, co pociąga za sobą, rzecz jasna, poważniejszą inflację cenową oraz efekty dystrybucyjne. Rzymski denar upadał ok. 270 lat, a francuskie asygnaty czy amerykańskie kontynentale zaledwie kilka lat. Jak podaje Bernholz (2003, s. 8), wszystkie znane wypadki hiperinflacji wystąpiły w rezultacie nadmiernej emisji pieniądza papierowego, podczas gdy przeciętnie inflacja cenowa zachodząca w wyniku wzrostu podaży pieniądza towarowego nie przekraczała średnio dwóch procent rocznie.

Warto jednak zauważyć, że obecnie baza monetarna jest zwiększana przez banki centralne w postaci gotówki oraz rezerw bankowych. Kreacja bazy monetarnej przez banki centralne również prowadzi do efektu Cantillona, jednak jej wpływ na wzrost cen w porównaniu z dawniejszym drukiem pieniędzy przez rządy jest ograniczony. Wynika to z tego, że we współczesnych gospodarkach banki centralne zwiększają podaż banknotów na żądanie banków komercyjnych, za które płacą one rezerwami zgromadzonymi w banku centralnym (McLeay *et al.*, 2014, s. 7). O ile zatem w przeszłości banki centralne w wyniku swoich operacji (np. redyskontowania papierów wartościowych) — jak np. Reichsbank podczas hiperinflacji weimarskiej, na skutek bezpośredniej monetyzacji długu (Bresciani-Turroni, 2007, s. 75–76) — wprowadzały do gospodarki banknoty, o tyle obecnie operacje banku centralnego (np. operacje otwartego rynku) skutkują zwiększeniem rezerw bankowych, nie zaś gotówki. Ponieważ zaś rezerwy bankowe są wykorzystywane wyłącznie w transakcjach pomiędzy bankami komercyjnymi oraz pomiędzy nimi a bankiem centralnym, nie zaś w transakcjach z ogółem społeczeństwa (McLeay, 2014a, s. 8), to wzrost ich podaży nie przekłada się (automatycznie) na wzrost cen¹⁹.

¹⁹ Tłumaczy to, dlaczego — wbrew wielu obawom — luzowanie ilościowe przyjęte przez główne banki centralne po wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. nie doprowadziło do hiperinflacji czy nawet znacznej inflacji cenowej (rozumianej jako wzrost cen dóbr i usług konsumpcyjnych).

6. Ekspansja kredytowa

Kreacja pieniądza przez państwo umożliwia wzrost wydatków publicznych. Bezpośredni druk pieniądza papierowego przez rządy nie jest jednak w stanie obniżyć stopy procentowej i tym samym stworzyć (sztucznego) ożywienia gospodarczego. Efekt taki można osiągnąć wyłącznie w rezultacie działalności bankowej, a dokładniej ekspansji kredytowej. To między innymi z tego powodu na przestrzeni historii pojawiały się banki państwowe (narodowe) udzielające pożyczek, które ostatecznie ewoluowały we współczesne banki centralne. Początkowo powoływano publiczne banki ziemskie udzielające kredytów ziemskich (Kemmerer, 1939, s. 867–870). Państwowy Banque Royale kierowany przez Johna Lawa udzielał zaś pożyczek na zakup akcji (Hamilton, 1936). Z kolei Reichsbank podczas hiperinflacji weimarskiej nie udzielał kredytu na zakup ziemi lub zakup akcji, lecz bezpośrednio i pośrednio monetyzował dług publiczny, dyskontował także prywatne papiery wartościowe przedstawiane mu przez banki komercyjne. Nie rozwinęła się więc zdecydowana bańka spekulacyjna na rynku ziemi, akcji czy innym jednym wybranym rynku. Zamiast tego wystąpił boom ogólnogospodarczy (Graham, 1930, s. 278), szczególnie intensywny w branżach produkujących dobra wyższego rzędu (inwestycyjnych).

We współczesnych gospodarkach to jednak banki komercyjne wprowadzają do gospodarki większość podaży pieniądza, kreując depozyty bankowe poprzez udzielanie kredytów bądź nabywanie aktywów (np. McLeay *et al.*, 2014b). Na czym polega zatem efekt Cantillona ekspansji kredytowej i czym różni się od efektów pierwszej rundy, wynikających z innych sposobów zwiększania podaży pieniądza?

Po pierwsze, podobnie jak w wypadku pozostałych rodzajów inflacji monetarnej, zyskują pierwsi odbiorcy nowych pieniędzy. W odniesieniu do ekspansji kredytowej będzie to szeroko pojęty sektor finansowy²⁰, sektor państwowy oraz kredytobiorcy.

Po drugie, ekspansja kredytowa (tak jak każda inflacja monetarna zachodząca w gospodarce z długoterminowymi kontraktami dłużnymi) wspiera dłużników kosztem wierzycieli, poprzez zmniejszanie realnej wartości długu. Korzysta na tym przede wszystkim rząd jako dłużnik netto.

Po trzecie, nowa podaż pieniądza, generowana w wyniku ekspansji kredytowej, jak sama nazwa wskazuje, wchodzi do gospodarki nie poprzez np. wydatki rządowe, lecz poprzez kanał kredytowy. Pociąga to za sobą niezwykle ważne konsekwencje, ponieważ ekspansja kredytowa — w przeciwieństwie do innych rodzajów inflacji monetarnej — zwiększa fundusze pożyczkowe banków i w konsekwencji zmniejsza stopy procentowe, czy to na skutek udzielania przez banki

²⁰ Odnoszenie względnych korzyści przez sektor finansowy z procesu ekspansji kredytowej i bycie jednym z pierwszych odbiorców nowo wytworzonych pieniędzy może tłumaczyć znaczny wzrost udziału sektora finansowego w PKB Stanów Zjednoczonych w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat. Rozrost sektora finansowego w gospodarkach rozwiniętych na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat może odpowiadać do pewnego stopnia za wzrost nierówności dochodowo-majątkowych obserwowany w krajach OECD od lat 70. ubiegłego wieku (Greenwood, Scharfstein, 2012).

kredytów, czy w rezultacie nabywania przez nie papierów wartościowych (stopy procentowe są negatywnie związane z cenami aktywów). Prowadzi to — zgodnie z teorią szkoły austriackiej (np. Hayek, 2014) — do cyklu koniunkturalnego, a także do wzrostu cen aktywów, który może skutkować powstaniem bańki cenowej²¹, oraz dodatkowego wsparcia dłużników (w tym rządu), którzy nie tylko mają do spłacenia dług warty mniej realnie, ale mogą także taniej rolować swoje zadłużenie.

Według tradycyjnego ujęcia austriackiej teorii pieniądza i cyklu koniunkturalnego (np. Hayek, [1935] 2014) w wypadku ekspansji kredytowej będzie zachodzić także redystrybucja dochodu od konsumentów do przedsiębiorców (tzw. przymusowe oszczędności). Zgodnie z tym podejściem taka redystrybucja ma zachodzić, ponieważ nowe pieniądze trafiają do gospodarki jako kredyty, które „przyznaje się zasadniczo z przeznaczeniem na procesy produkcji” (Huerta de Soto, 2009, s. 263)²². To, co wyróżnia zatem ekspansję kredytową, to jej wpływ na stopę procentową. Wzrost podaży pieniądza poprzez kanał kredytowy prowadzi do obniżenia stopy procentowej, co nie tylko wspiera dłużników, ale także prowadzi do wzrostu cen aktywów i cyklu koniunkturalnego.

IV. Podsumowanie

W niniejszym rozdziale postanowiliśmy — zgodnie z podejściem, które zapoczątkował Richard Cantillon — dokonać systematycznej klasyfikacji efektów dystrybucyjnych, wynikających ze wzrostu podaży pieniędzy w gospodarce narodowej w zależności od tego, w jaki sposób on się dokonuje. Według naszej wiedzy jest to pierwsza tego typu klasyfikacja od czasu pojawienia się niewielkich fragmen-

²¹ Warto zauważyć, że ekspansja kredytowa nie zmniejsza wszystkich stóp procentowych w tym samym stopniu. W większym stopniu oddziałuje ona na stopy krótkoterminowe (Robbins, 1934, s. 40), co wystrza krzywą dochodowości. Efekt Cantillona ekspansji kredytowej odpowiada zatem także za zmiany w strukturze terminowej stóp procentowych.

²² Trzeba jednak zaznaczyć, że od czasów (pierwotnego) wydania *Cen i produkcji* Hayeka w 1935 r. znacznie wzrósł udział kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych kosztem kredytów komercyjno-przemysłowych (Jordà *et al.*, 2014). Oznacza to, że ekspansja kredytowa zachodząca we współczesnej gospodarce będzie raczej prowadzić do redystrybucji dochodu od osób nieposiadających nieruchomości do posiadaczy nieruchomości czy też od całej gospodarki do sektora konstrukcyjnego i rynku nieruchomości. Ponieważ przyznawanie kredytów hipotecznych prowadzi do powstania znacznego nawisu długu (ang. *debt overhang*) pośród gospodarstw domowych, obecny sposób zachodzenia ekspansji kredytowej zmniejsza stabilność finansową i zazwyczaj prowadzi do głębszych recesji oraz wolniejszego późniejszego ożywienia gospodarczego (Jordà *et al.*, 2014). Ponadto udzielanie kredytów hipotecznych gospodarstwom domowym oznacza, że ekspansja kredytowa coraz rzadziej służy zwiększaniu zdolności wytwórczych poprzez inwestycje w kapitał rzeczowy — jak zakładał Hayek (2014), lecz raczej wygładzaniu konsumpcji w cyklu życia lub celom spekulacyjnym związanym z oczekiwaniem wyższych cen istniejących już aktywów (Turner, 2010, s. 7).

tów na ten temat w *Ogólnych rozważaniach nad naturalnymi prawami handlu*. Sposoby, na które nowa podaż pieniądza może wejść do gospodarki, postanowiliśmy podzielić na rynkowe i nierynkowe, w obrębie tych dwóch głównych kategorii zaś wyróżnić metody polegające na transferze pieniędzy z zagranicy oraz metody zwiększające globalną podaż pieniądza. Następnie w każdej podkategorii wyróżniliśmy kilka dalszych kanałów, przez które nowe pieniądze mogą wejść do gospodarki, naszym zdaniem najbardziej istotnych z praktycznego i najciekawszych z teoretycznego punktu widzenia. Oczywiście, nasza klasyfikacja nie rości sobie prawa do bycia kompletną i jest jedynie przyczynkiem do bardziej rozbudowanej klasyfikacji.

Istnieją ważne różnice pomiędzy globalnym wzrostem podaży pieniądza a jedynie transferem pieniędzy pomiędzy poszczególnymi gospodarkami. Tylko w tym drugim wypadku inflacyjnemu efektowi pierwszej rundy w gospodarce-odbiorcy będzie towarzyszył deflacyjny efekt Cantillona w gospodarce wysyłającej środki pieniężne. Innymi słowy, wzrost globalnej podaży pieniądza — w przeciwieństwie do transferu siły nabywczej — będzie prowadził do światowej inflacji cenowej. Można to ująć inaczej: warunkiem transferu pieniędzy jest spadek popytu na pieniądź ze strony podmiotów zagranicznych.

Jakie są natomiast różnice pomiędzy rynkowymi a nierynkowymi metodami zwiększania podaży pieniądza? Choć efekt pierwszej rundy pojawia się na skutek każdego wzrostu podaży pieniądza, warto znać różnice pomiędzy tymi dwoma ogólnymi przypadkami. W pierwszym z nich podaż pieniądza wzrasta w wyniku dobrowolnych działań podmiotów rynkowych zaangażowanych w produkcję pieniądza (lub jego transfer z zagranicy) w ramach własności prywatnej. Produkcja rynkowa pieniądza podejmowana jest dla zysku, który na całkowicie nieskrępowanym rynku może nastąpić wyłącznie poprzez odpowiednie zaspokojenie potrzeb użytkowników pieniądza w wyniku dostarczenia odpowiedniej ilości powszechnego środka wymiany o właściwej jakości. To oznacza, że ma ona charakter równoważący. Gdy wzrost podaży pieniądza okaże się za duży, ceny wzrosną na tyle, że siła nabywcza produkowanego pieniądza obniży się do poziomu, przy którym dalsza produkcja przestanie być opłacalna. Produkcja rynkowa pieniądza poddana jest zatem samoregulującemu się mechanizmowi zysków i strat. Z kolei kreacja pieniądza może przebiegać praktycznie bez ograniczeń. O ile w wypadku środków fiducjarnych występują pewne fizyczne bądź instytucjonalne limity wynikające z ograniczonej ilości pieniądza bazowego, na podstawie którego dokonuje się ich emisji, o tyle w wypadku kreacji pieniądza pustego takich ograniczeń nie ma. Jego podaż można zwiększać aż do załamania się opartego na nim systemu monetarnego.

Według austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego to właśnie owa kreacja — jeśli wejdzie ona do gospodarki poprzez rynek kredytowy — jest odpowiedzialna za cykl koniunkturalny. Ekspansja kredytowa obniża bowiem stopę procentową

oraz prowadzi do rozbieżności pomiędzy inwestycjami a oszczędnościami, co powoduje boom gospodarczy. Przy niezmienionym poziomie oszczędności nie będzie jednak możliwe ukończenie wszystkich rozpoczętych procesów inwestycyjnych, co wywołuje w końcu kryzys. Jak zatem widać, nie tylko skala inflacji monetarnej jest ważna, ale także sposób, w jaki inflacja zachodzi. Różne metody wzrostu podaży pieniądza w odmienny sposób oddziałują na gospodarkę i zjawiska koniunkturalne.

Drugą podstawową różnicą jest to, że nierynkowy wzrost podaży pieniądza zwiększa środki będące do dyspozycji sektora publicznego. Co istotne, są to fundusze, które nie zostały mu przekazane przez własnych obywateli ani w formie pożyczki, ani w formie podatków. Umożliwiają one zatem realizację działań, których krajowi pożyczkodawcy nie chcieli finansować, a obywatele nie wyraziliby na nie zgody, gdyby musiały być finansowane poprzez podwyżkę podatków. Będą to zatem działania wyjątkowo nieużyteczne dla sektora prywatnego — np. wojny.

Choć obywatele nie przekazują rządowi części swoich majątków w bezpośredni sposób, to jednak redystrybucja zachodzi, tylko że poprzez wzrost cen dóbr i usług. Ponieważ rząd jako pierwszy dysponuje nowymi pieniędzmi, może nabywać dobra i usługi po niezmienionych cenach, zwiększając ilość dóbr będących do własnej dyspozycji i uszczuplając ilość dóbr i usług, które mogą zostać spożytkowane przez sektor prywatny. Ponieważ tym samym spada siła nabywczą pieniądza, następuje, niejako przy okazji, redystrybucja dochodu od wierzycieli netto do dłużników netto²³. Efekt Cantillona tłumaczy zatem skłonność sektora publicznego do zwiększania podaży pieniądza. Wyjaśnia on także, dlaczego a) rządy angażują się w wojny, mimo że są one bardzo kosztowne — jest tak, gdyż pozyskane w ten sposób środki trafiają najpierw do sektora rządowego; b) pomoc zagraniczna nie przyczyniła się do wzrostu gospodarczego w pań-

²³ Można to ująć inaczej. Trzeba pamiętać, że na rynku nieustannie dokonuje się dystrybucja dochodu i majątku. Każda transakcja pociąga za sobą przetasowanie w strukturze relatywnych cen i w konsekwencji w dochodzie jednostek. Te zmiany jednak wynikają z dobrowolnych działań aktorów gospodarczych, podejmowanych w ramach własności prywatnej. Stanowią więc niejako odpowiedź rynku na zmiany w subiektywnych wartościowaniach wkładu poszczególnych osób w zaspokajanie potrzeb innych. Przykładowo, producent złota może uzyskać za nie określoną ilość dóbr i usług, ponieważ jednostki wysoko wyceniają produkowane przez niego dobro. Wzrost cen w nadmorskim kurorcie w wyniku przyjazdu dużej liczby turystów wynika z wysokiego wartościowania przez ludzi z innej części świata możliwości wypoczynku w tym miejscu. Wyjazd zaś mogą sfinansować, ponieważ wcześniej na rynek dostarczyli dobra i usługi pożądane przez innych. Kreacja pieniądza natomiast umożliwia nabywanie dóbr bez uprzedniej produkcji. Z powodu wykreowanego popytu pieniężnego jednostki dysponujące nowo stworzonymi pieniędzmi mogą „przebić” innych uczestników rynku i zwiększyć swój udział w społecznym bogactwie (podaż dóbr i usług pozostała bez zmian). Mniej dóbr i usług pozostaje na rynku dla innych, co manifestuje się wyższymi cenami. Następuje w ten sposób dystrybucja dochodu i majątku od społeczeństwa (w większym stopniu od późnych odbiorców nowych pieniędzy) do emitenta, a właściwie redystrybucja, gdyż nie wynika ona z działań rynkowych, tylko z kreacji pieniędzy.

stwach rozwijających się (Lal, b.r.w., wykres nr 1) — jest tak, gdyż pozyskane w ten sposób środki trafiają najpierw do sektora rządowego, z czym wiąże się wiele negatywnych efektów; c) przez większą część historii rządy zadłużały się niemal wyłącznie w celu sfinansowania wojen, gdyż inflacyjnemu efektowi pierwszej rundy, związanemu z napływem środków pożyczkowych z zagranicy, z konieczności w przyszłości będzie towarzyszyć deflacyjny efekt Cantillona, a dokładniej redystrybucja dochodu od podatników do zagranicznych wierzycieli²⁴.

Mimo wielu różnic pomiędzy poszczególnymi metodami wchodzenia pieniędzy do danej gospodarki, ogólny schemat zachodzącej dystrybucji pozostawał nienaruszony. Zawsze relatywnie zyskiwali pierwsi odbiorcy nowych pieniędzy i dłużnicy kosztem wierzycieli i późnych odbiorców nowych pieniędzy. Różnice zachodziły w tym, kto konkretnie tworzył te modelowe grupy, a także w rozłożeniu akcentów pomiędzy tymi kanałami dystrybucji. Czasami na znaczeniu zyskiwały jeszcze inne kanały, jak np. od posiadaczy gotówki do posiadaczy kruszcu, ziemi czy nieruchomości (relatywny wzrost cen ziemi i nieruchomości wynika ze wzrostu popytu przy mocno ograniczonej podaży)²⁵. Najważniejsze różnice pomiędzy omówionymi w tym rozdziale metodami wzrostu podaży pieniądza przedstawia w bardzo syntetycznej formie tabela 2²⁶.

²⁴ Innymi słowy, zaciąganie czystego długu publicznego oznacza wzrost obciążeń podatkowych w pewnym momencie w przyszłości (albo monetyzację długu), na co — pod wpływem doktryny klasycznej — istniało przyzwolenie społeczne wyłącznie podczas wojny. Uzasadniano tym, że obecne pokolenie wystarczająco cierpi podczas konfliktu zbrojnego, a korzyści z ewentualnego zwycięstwa odczuje właśnie przyszłe pokolenie (Wagner, 2001, s. 4–8). Można nawet zaryzykować twierdzenie, że teza, według której (czysty) dług publiczny nie stanowi przesunięcia obciążeń podatkowych w przyszłość lub że jesteśmy go winni niejako sami w sobie, wynika z braku poświęcenia należytej uwagi efektowi Cantillona, a więc dokładnego prześledzenia tego, w jaki sposób (od kogo i do kogo) pożyczone pieniądze wpływają do gospodarki, a następnie w jaki sposób (od kogo i do kogo) z niej wypływają w momencie spłaty zadłużenia.

²⁵ Uważamy, że obserwacja, według której inflacja monetarna prowadzi do relatywnego wzrostu cen nieruchomości i ziemi, stanowi cenną wskazówkę dla inwestorów i wszystkich osób pragnących zabezpieczyć się przed skutkami wzrostu podaży pieniądza. Jak widać, nasza analiza ma charakter nie tylko teoretyczny — na jej podstawie można wyciągnąć także wnioski niezwykle cenne w praktycznym życiu gospodarczym.

²⁶ Dla uproszczenia założyliśmy w naszej analizie istnienie jednego pieniądza towarowego na całym świecie. Tymczasem współczesny system monetarny charakteryzuje się występowaniem wielu narodowych walut typu *fiat*. Zmiany w podaży pieniądza będą zatem oddziaływać także na kurs walutowy. W takim systemie monetarnym inflacja monetarna będzie oddziaływać na różne grupy społeczne nie tylko ze zmian relatywnych cen w walucie krajowej, ale także ze zmian kursu walutowego. Zasadniczo wzrost globalnej podaży pieniądza w danym kraju będzie prowadzić do osłabienia lokalnej waluty, transfer pieniędzy do gospodarki zaś będzie powodował jej aprecjację. Jednymi z pierwszych osób odczuwających skutki realizacji efektu Cantillona zachodzącej w takim reżimie monetarnym będą zatem osoby handlujące walutą kraju docelowego i do pewnego stopnia wszyscy jej posiadacze, natomiast z powodu istnienia rynku walutowego eksporterzy itd. z jednej strony oraz importerzy itd. z drugiej strony szybciej będą odczuwać korzystne lub niekorzystne dla siebie zmiany wynikające z przekształceń w podaży pieniądza.

Tabela 2. Najważniejsze różnice pomiędzy omówionymi metodami wzrostu podaży pieniądza

Metody wzrostu podaży pieniądza	Unikatowe skutki (cechy)
Rynkowe metody wzrostu podaży pieniądza	Wynikają z dobrowolnych działań w ramach własności prywatnej, nie prowadzą do zaburzeń gospodarczych i redystrybucji dochodu
<i>Metody wzrostu globalnej podaży pieniądza</i>	<i>Niewielka skala inflacji monetarnej — ograniczona jest naturalną rzadkością (bądź algorytmem), zależy od struktury cenowej</i>
Prywatna produkcja pieniądza towarowego	Może wystąpić tzw. choroba holenderska, produkcja ograniczona naturalną rzadkością i samoregulującym się mechanizmem zysków i strat
Prywatna emisja pustego pieniądza	Brak występowania w rzeczywistości, rzadkość sztucznie wykreowana na mocy określonego algorytmu
<i>Metody polegające na transferze pieniędzy z zagranicy</i>	<i>Charakter równoważący</i>
Wydatki turystyczne	Negatywny wpływ na wzrost gospodarczy
Transfer majątku na skutek imigracji	Ożywienie na rynku nieruchomości
Jednostronne transfery zagraniczne	Negatywny wpływ na rynek pracy
Eksport dóbr	Relatywny wzrost dochodów eksporterów
Inwestycje zagraniczne	Spadek stopy procentowej, relatywny wzrost cen aktywów, pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy
Nierynkowe metody wzrostu podaży pieniądza	Relatywnie zyskuje sektor publiczny, zachodzi redystrybucja dochodu
<i>Metody polegające na transferze pieniędzy z zagranicy</i>	<i>Brak charakteru równoważącego</i>
Grabież	Relatywnie zyskuje sektor militarny
Międzyrządowa pomoc zagraniczna	Relatywnie zyskuje sektor publiczny oraz sektor budowlano-konstrukcyjny, edukacyjny i zdrowotny, efekt wypychania i negatywny wpływ na wzrost gospodarczy w długim terminie
Zagraniczny dług publiczny	Wzrost stopy procentowej i efekt wypychania
<i>Metody wzrostu globalnej podaży pieniądza</i>	<i>Popyt pieniężny nie wynika z wcześniejszej produkcji</i>
Psucie monety	Ograniczona skala inflacji monetarnej, prawo Kopernika-Greshama, relatywnie zyskuje sektor militarny oraz posiadacze kruszcu czy wysoko denominowanych monet, rola asymetrii informacyjnej, certyfikaty pieniężne fizycznie związane z pieniądzem
Drukowanie pieniędzy przez rząd	Historycznie pierwsze hiperinflacje, relatywnie zyskuje sektor militarny i osoby posiadające kruszec, prawo Kopernika-Greshama

Ekspansja kredytowa	Prowadzi do spadku stopy procentowej oraz cyklu koniunkturalnego i przymusowych oszczędności, może prowadzić do baniek inwestycyjnych i relatywnego zysku sektora finansowego
---------------------	---

Źródło: opracowanie własne.

Bibliografia

- Adams R.H. jr (1991), *The Effects of International Remittances on Poverty, Inequality and Development in Rural Egypt*, „International Food Policy Research Institute Research Report”, nr 96.
- Ardhaey F.T. (2011), *Economic Impacts of Tourism Industry*, „International Journal of Business and Management” 6, nr 8, s. 206–215.
- Bauer P., Yamey B. (1983), *Foreign Aid: What Is at Stake*, [w:] *The Third World*, red. W. Scott-Thompson, Institute for Contemporary Studies, San Francisco.
- Beenstock M., Fisher J. (1997), *The Macroeconomic Effects of Immigration: Israel in the 1990s*, „Weltwirtschaftliches Archiv” 133, nr 2, s. 330–358.
- Bernholz P. (2003), *Monetary Regimes and Inflation. History, Economic and Political Relationships*, Edward Elgar, Cheltenham, U.K.
- Blake A. (2008), *Tourism and Income Distribution in East Africa*, „International Journal of Tourism Research” nr 10, s. 511–524.
- Bond M.E., Landman J.R. (1972), *Tourism: A Strategy for Development*, „Nebraska Journal of Economics and Business” 11, nr 1.
- Bonne P. (1995), *Politics and the Effectiveness of Foreign Aid*, „Centre for Economic Performance — Discussion Paper”, nr 272.
- Bordo M.D. (1986), *Money, Deflation and Seigniorage in the Fifteenth Century. A Review Essay*, „Journal of Monetary Economics” 18.
- Bresciani-Turroni C. (2007), *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Ala.
- Buchanan J.M., Wagner R.E. (1967), *Public Debt in a Democratic Society*, *American Enterprise Institute for Public Policy Research*, Washington, D.C.
- Buchsbaum B.D. (2004), *Ecotourism and Sustainable Development in Costa Rica*, Major Paper Submitted to Virginia Polytechnic Institute and State University, Master of Public and International Affairs College of Architecture and Urban Studies.
- Buhr, C.-C. (1999), *The French War Reparations and the German Post-War Boom 1871–1873*, Fern Universität in Hagen Working Paper Series.
- Cairnes J.E. (1873), *Essays in Political Economy Theoretical and Applied*, Macmillan and Co., London.
- Cantillon R. (1755 [1938]), *Ogólne rozważania nad naturalnymi prawami handlu*, przeł. W. Zawadzki, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Castaldo A., Reilly B. (2007), *Do Migrant Remittances Affect the Consumption Patterns of Albanian Households?*, „South-Eastern Europe Journal of Economics” 5, nr 1, s. 25–54.
- Devereux M.B., Smith G.W. (2005), *Transfer Problem Dynamics: Macroeconomics of the Franco-Prussian War Indemnity*, „Journal of Monetary Economics” 54, nr 8.
- Friedman M. (1958), *Foreign Economic Aid: Means and Objectives*, „The Yale Review” 47, nr 4.
- Gilbert D.W. (1933), *The Economic Effects of Gold Discoveries Upon South Africa: 1886–1910*, „The Quarterly Journal of Economics” 47, nr 4, s. 553–597.
- Graham F.D. (1930), *Exchange, Prices, and Production in Hyper-Inflation: Germany, 1920–1923*, Russell & Russell, New York.

- Greenwood R., Scharfstein D. (2012), *The Growth of Modern Finance*, <http://ssrn.com/abstract=2162179> (dostęp: 4.05.2015).
- Hamilton E.J. (1936), *Prices and Wages at Paris under John Law's System*, „The Quarterly Journal of Economics” 51, nr 1.
- Hayek F.A. ([1935] 2014), *Ceny i produkcja*, [w:] *idem, Pieniądz i kryzysy. Dzieła wybrane*, t. 1, przeł. M. Zieliński, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa, s. 153–266.
- Hoppe H.-H. (1994), *How is Fiat Money Possible? — or, The Devolution of Money and Credit*, „The Review of Austrian Economics” 7, nr 2.
- Hoppe H.-H. (1995), *The Political Economy of Monarchy and Democracy, and the Idea of a Natural Order*, „Journal of Libertarian Studies” 11, nr 2.
- Huerta de Soto (2009), *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, przeł. G. Łuczkiwicz, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa.
- Hülsmann J.G. (2008), *The Ethics of Money Production*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Ala.
- Jansen D.W., Vacaflores D.E., Naufal G.S. (2012), *The Macroeconomic Consequences of Remittances*, „International Scholarly Research Network Economics” 2012, nr 218071.
- Jordà Ò., Schularick M., Taylor A.M. (2014), *The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles*, „NBER Working Paper Series” nr 20501, wrzesień.
- Kaczor T., Soszyński K. (2010), *Analiza konsekwencji napływu środków UE na sytuację makroekonomiczną, poziom kursu walutowego i perspektywy wypełnienia kryteriów konwergencji*, Prevision, Warszawa.
- Kemmerer D.L. (1939), *The Colonial Loan-Office System in New Jersey*, „Journal of Political Economy” 47, nr 6.
- Khan M.A., Ahmed A. (2007), *Foreign Aid — Blessing or Curse: Evidence from Pakistan*, „The Pakistan Development Review” 46, nr 3.
- Knakiewicz Z. (1998), *Problemy kreacji pieniądza i regulacji obiegu pieniężnego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” LX, zeszyt 3–4, s. 163–179.
- Lal D., *Foreign Aid*, „The Concise Encyclopedia of Economics”, <http://www.econlib.org/library/Enc/ForeignAid.html> (dostęp: 20.01.2014).
- Lee C.-K., Kang S. (1998), *Measuring Earnings Inequality and Median Earnings in the Tourism Industry*, „Tourism Management” 19, nr 4.
- Maddock R., McLean I. (1984), *Supply-Side Shocks: The Case of Australian Gold*, „The Journal of Economic History” 44, nr 4.
- McLeay M., Radia A., Thomas R. (2014a), *Money in the Modern Economy: an Introduction*, „Bank of England Quarterly Bulletin”, Q1 2014.
- McLeay M., Radia A., Thomas R. (2014b), *Money Creation in the Modern Economy*, „Bank of England Quarterly Bulletin”, Q1 2014.
- Neary P.J. (1982), *Real and Monetary Aspects of the „Dutch Disease”*, „University College Dublin Centre for Economic Research Working Paper Series” nr 5.
- Nenovsky N. (2002), *Improving Monetary Theory in Post-communist Countries — Looking Back to Cantillon*, „Bulgarian National Bank Discussion Papers” nr DP/28/2002.
- OECD (2008), *Is It ODA?*, <http://www.oecd.org/dac/stats/34086975.pdf> (dostęp: 10.11.2015).
- OECD (2015), *Development Aid at a Glance Statistics by Region*, <http://www.oecd.org/dac/stats/documentupload/1%20World%20-%20Development%20Aid%20at%20a%20Glance%202015.pdf> (dostęp: 10.01.2016).
- Oppenheimer F. (1926), *The State*, Vanguard Press, New York.
- Osterfeld D. (1990), *The Failures and Fallacies of Foreign Aid*, „The Freeman” 40, nr 2.
- Piracha M., Zhu Y. (2007), *Precautionary Savings by Natives and Immigrants in Germany*, „Institute for the Study of Labor Discussion Paper”, nr 2942.
- Rajan R.G., Subramanian A. (2009), *Aid, Dutch Disease, and Manufacturing Growth*, „Center for Global Development Working Papers”, nr 196.

- Reinhart C.M., Reinhart V.R. (2008), *Capital Flows Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present*, „NBER Working Paper Series”, nr 14321.
- Robbins L. (1934), *The Great Depression*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Ala.
- Roske R.T. (1963), *The World Impact of the California Gold Rush 1849–1867*, „Arizona and the West” 5, nr 3.
- Schnabel I., Shin H.S. (2006), *The Kipper und Wipperzeit and the Foundation of Public Deposit Banks*. Max Planck Institute Working Paper, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/similar?doi=10.1.1.567.8675&type=cc>.
- Shah K., Gupta V. (2000), *Tourism, the Poor and Other Stakeholders: Asian Experience*, ODI Fair-Trade in Tourism Paper, London.
- Sieroń A. (2013), *Czym jest bitcoin?*, „Ekonomia. Wrocław Economic Review” 19, nr 4, s. 31–51.
- Sieroń A. (2014), *Neutralność pieniądza*, „Studia Ekonomiczne” LXXX, nr 1, 2014, s. 88–107.
- Sieroń A. (2015a), *Efekt Cantillona*, „Optimum. Studia Ekonomiczne” 74, nr 2, 2015, s. 68–87.
- Sieroń A. (2015b), *Inflacyjne skutki wydatków turystycznych*, [w:] *Geograficzne i ekonomiczne uwarunkowania rozwoju turystyki*, red. A. Dłużewska, G. Iwanicki, Armagraf, Lublin-Krosno, s. 167–178.
- Skousen M. (2011), *Struktura produkcji. Gięda, kapitał, konsumpcja*, przeł. K. Śledziński, Fijorr Publishing, Warszawa.
- Spufford P. (1988), *Money and Its Use in Medieval Europe*, Cambridge University Press.
- Turner A. (2010), *What Do Banks Do? Why Do Credit Booms and Bust Occur and What Can Public Policy Do about It?*, [w:] A. Turner et al., *The Future of Finance: The LSE Report*, London School of Economics and Political Science.
- Wagner R.E. (2001), *Debt, Money and Public Finance*, [w:] *Handbook of Public Finance*, red. R.E. Wagner, J.G. Backhaus, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- Weber M. ([1919] 2004), *Politics as a Vocation*, [w:] *The Vocation Lectures*, red. D. Owen, T.B. Strong, przeł. R. Livingstone, Hackett Publishing Company, Indianapolis, Indiana, s. 32–94.
- Werveke H. (1949), *Currency Manipulation in the Middle Ages: The Case of Louis de Male, Count of Flanders*, „Transactions of the Royal Historical Society, Fourth Series” 31.
- Wilson D. (1976), *The Impact of Tourism in Seychelles*, Joint UNESCO/IBRD Seminar on Social and Cultural Impacts of Tourism, Washington, 8–10 grudnia, s. 1–34.
- Zajder M. (2008), *Operacje otwartego rynku i nadpłynność polskiego sektora bankowego w świetle realizacji założeń polityki pieniężnej NBP po 2003 — lata 2004–2006*, „Zeszyty Studiów Doktoranckich” nr 44, Wydział Ekonomii, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, s. 51–72.