

Austriackie podejście do pomiaru podaży pieniądza

Autor: Michael Pollaro

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: Daniel Głowiński

Wszyscy ekonomiści — nieważne, czy są to austriacy, keynesiści, czy monetaryści, tak samo jak prawie każdy inwestor, zgodziliby się, że pieniądze grają istotną rolę w gospodarce. Właściwy pomiar podaży pieniądza jest niezbędnym składnikiem każdej prognozy gospodarczej lub finansowej. W końcu, jakże mogłoby być inaczej? Pieniądz stanowi przecież połowę każdej transakcji.

Jednak, pomimo ważnej roli, jaką odgrywa metoda pomiaru podaży pieniądza, ta używana przez większość współczesnych ekonomistów i inwestorów posiada poważne wady, ponieważ oparta jest na nieprawidłowej definicji pieniądza.

Pozwól, że spytam: czy używasz tej błędnej miary podaży pieniądza w swoich przewidywaniach gospodarczych lub finansowych? Jeśli tak, to muszę cię zawiadomić, że popełniasz poważny błąd. A jeśli w dodatku jesteś inwestorem, to ten błąd może kosztować cię sporo pieniędzy.

Czym jest pieniądz? Jak można prawidłowo mierzyć jego podaż? Monetarystyczne i keynesowskie formuły podaży pieniądza, oparte na empirycznych korelacjach oraz na indukcji z danych statystycznych nie są dobrymi rozwiązaniami. Poprawna formuła podaży pieniądza musi być oparta na wyprowadzonej z dedukcji, poprawnej teoretycznie definicji pieniądza.

Tak się składa, że austriacy mają dużo do powiedzenia w tej kwestii. Chciałbym zaprosić was do zapoznania się z ich podejściem.

Definiowanie podaży pieniądza



Zacznijmy od prostej definicji pieniądza. Cytując austriackiego ekonomistę Murraya Rothbarda, który w swoim eseju „[Austrian Definitions of the Supply of Money](#)” napisał:

Pieniądz jest ogólnym środkiem wymiany. Czymś, na co zostają wymieniane wszystkie inne dobra i usługi. Jest to ostateczna zapłata za dobra i usługi dostępne na rynku.

Dosyć łatwe do zrozumienia. Myślę, że możemy się wszyscy zgodzić z tą definicją.

Należy mocno podkreślić, że aby coś mogło stać się pieniądzem, musi służyć jako ostateczny środek zapłaty we wszelkich transakcjach. Innymi słowy, musi być tym, co powoduje wygaśnięcie długu zaciągniętego podczas transakcji.

Aby bardziej uzmysłwić sobie ten postulat, przeanalizujemy przykład kart kredytowych, które — choć pozwalają dokonać zakupu niezliczonych dóbr i usług — pieniądzem jednak nie są. Austriacki ekonomista Joseph Salerno w swoim eseju pt. „[The True Money Supply: A Measure of the Supply of the Medium of Exchange in the US Economy](#)” wyjaśnia:

Karty kredytowe nie powinny być uważane za część podaży pieniądza, ponieważ użycie karty kredytowej podczas dokonywania zakupu jakiegoś dobra nie powoduje zlikwidowania długu powstałego na skutek transakcji. Zamiast tego tworzona jest druga transakcja, która łączy obecną i przyszłą płatność pieniężną. Wydawca karty kredytowej lub pożyczkodawca jest zobowiązany do natychmiastowej zapłaty pieniężnej za zakupiony towar w imieniu posiadacza karty lub pożyczkobiorcy. Pod koniec miesiąca lub jeszcze później, pożyczkobiorca jest zobowiązany do dokonania spłaty długu zaciągniętego u wydawcy karty. Wtedy dopiero transakcja staje się kompletna.

Warto również zwrócić uwagę na pogląd, iż za pieniądz uważa się чеки podróżne, które są wliczane w ogólną miarę podaży pieniądza M1 przedstawianą przez Rezerwę Federalną. Zacytujmy ponownie Salerno:

Czeki podróżne stanowią roszczenia kredytowe do portfolio inwestycyjnego firmy wydającej czeki. Nabycie czeków podróżnych od American Express jest niczym innym, niż wzięciem specyficznej pożyczki przez American Express, roszczenie do której nabywca może odstąpić stronie trzeciej. W ramach tej pożyczki American Express zobowiązuje się do spłacenia długu danemu klientowi lub stronie trzeciej na żądanie. W międzyczasie American Express inwestuje większość pożyczonych pieniędzy w aktywa przynoszące mu dochód, a tylko ich część trzymana jest na depozytach na żądanie, aby móc spłacać czeki podróżne, kiedy nadejdzie żądanie spłaty. W zamian za utraconą możliwość inwestowania swoich środków na procent (oraz drobną opłatę) nabywca otrzymuje dostęp do alternatywnej metody płatności, która omija takie problemy jak ryzyko zgubienia związane z trzymaniem gotówki przy sobie lub potencjalnego opóźnienia lub nieprzyjęcia czeku wypisanego w obcym banku. Jednakże czeki podróżne nie są same w sobie ostateczną zapłatą za transakcję: sprzedawca, który otrzymuje czek podróżny podczas wymiany, szybko i rutynowo zanoszą je do banku, gdzie otrzymuje albo gotówkę, albo zapis na depozycie bankowym, który ostatecznie finansowany jest z depozytów bankowych American Express.

Biorąc powyższe pojęcia pod uwagę, nie jest trudno zdać sobie sprawę, dlaczego ekonomiści wszystkich szkół wliczyliby gotówkę — którą w Stanach Zjednoczonych są banknoty Rezerwy Federalnej i monety Skarbu Państwa — jako część podaży pieniądza. Co mogłoby być prostsze w pozbywaniu się zadłużenia, niż wymiana dóbr i usług na gotówkę?

Co jednak z depozytami na żądanie i innymi kontami bankowymi na które można wypisywać czeki? Co z kontami oszczędnościowymi, które pozwalają na natychmiastowy transfer pieniędzy na rachunek rozliczeniowy? Co z współdzielonymi funduszami na rynku międzybankowym (*money-market mutual-fund share accounts*), na które można wypisywać czeki? Czy te konta nie są pieniądzem? Czy nie są rzeczą, na które wymienia się wszystkie inne dobra i usługi, lub ostateczną rynkową zapłatą za te dobra i usługi?

W rzeczy samej, miary ilości pieniądza inspirowane Keynesem i monetarystami opisywane w raportach Rady Nadzorczej Rezerwy Federalnej — M1, M2 oraz M3 (dopóki nie została zlikwidowana) były szczegółowo śledzone przez miliony ekonomistów i inwestorów na całym świecie. A naprawdę jest co śledzić:

Składniki M1

- Gotówka
- Czeki podróżne (niewydawane przez banki)
- Depozyty na żądanie
- Inne depozyty na które można wypisywać czeki (OCD, z *ang.* other checkable deposits) w bankach komercyjnych
- Inne depozyty na które można wypisywać czeki (OCD) w kasach oszczędnościowych

Składniki M2 nienależące do M1

- Konta oszczędnościowe w bankach komercyjnych, wliczając w to MMDA (rachunki bieżące na rynku międzybankowym, z *ang.* money-market deposit accounts)
- Konta oszczędnościowe w kasach oszczędnościowych, razem z MMDA
- Niewielkie lokaty terminowe w bankach komercyjnych
- Niewielkie lokaty terminowe w kasach oszczędnościowych
- Jednostki uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych (Retail Money Funds)

Składniki M3 nienależące do M2

- Duże lokaty terminowe w bankach
- Wysokie lokaty terminowe w kasach oszczędnościowych
- Transakcje repo
- Depozyty eurodolarowe (depozyty denominowane w dolarach w bankach poza USA)
- Instytucjonalne fundusze pieniężne

Jak można to rozumieć w świetle naszej definicji pieniądza? Czy wszystkie te instrumenty finansowe są pieniędzmi?

Ludwig von Mises, jeden z twórców austriackiej szkoły ekonomii przedstawił ramy rozwiązania w swoim dziele *Theory of Money and Credit*:

Podaż pieniądza = standardowy środek płatniczy + jego substytuty

W dzisiejszym systemie fiducyjnego pieniądza łatwo jest zdefiniować standardowy środek płatniczy. To po prostu banknoty emitowane przez Rezerwę Federalną plus monety Skarbu Państwa, co razem jest popularnie nazywane gotówką.

Jednakże prawdziwym wyzwaniem są substytuty pieniądza.

Parafrazując austriackich mistrzów, substytuty pieniądza to instrumenty bardzo bezpieczne i *natychmiastowo* wymienialne na nominalną wartość standardowych pieniędzy. Dzięki tej natychmiastowej wymienialności stanowią pełny substytut standardowego środka płatniczego w rozliczeniach indywidualnych i jako takie są używane przez ludzi jako surogaty gotówki — czyli *rzeczy, na którą wymieniane są wszystkie inne dobra i usługi lub ostateczna rynkowa zapłata za takie dobra i usługi*. Na tej podstawie można stwierdzić, że nie dość, iż nie wszystkie komponenty M1 M2 i M3 są pieniędzmi, to nawet nie spełniają one definicji substytutu pieniądza.

Skonstruujmy poprawną formułę podaży pieniądza w formie podobnej do tej z eseju profesora Salerno, „sprawdzając” zgodność każdego z komponentów M1, M2 i M3 z tymi definicjami.

Gotówka

Tak jak zostało to już wspomniane wcześniej, w dzisiejszym systemie pieniądza fiducyjnego, są to po prostu banknoty emitowane przez Rezerwę Federalną plus monety Skarbu Państwa — czyli standardowe pieniądze, którymi posługuje się społeczeństwo, wyłączając te, które trzymane są przez instytucje depozytowe jako rezerwa. Nie trzeba się tutaj zbyt rozpisywać, bo oczywisty jest fakt, że obie te rzeczy spełniają kryteria definicji pieniądza i powinny być one uwzględnione podczas mierzenia podaży pieniądza.

Depozyty na żądanie i inne bieżące rachunki bankowe

Depozyty na żądanie oraz inne czekowe depozyty w bankach komercyjnych i kasach oszczędnościowych, na które można wystawiać чеки, są

przykładem substytutu pieniądza. Bez dwóch zdań można przyznać, że zdają one test i powinny być uznawane jako część podaży pieniądza.

Rothbard [analizuje depozyty na żądanie](#), jednocześnie wyjaśniając esencję substytutu pieniądza:

Depozyty na żądanie nie są innymi dobrami, usługami lub innymi aktywami wymienialnymi na gotówkę; zamiast tego, stanowią żądanie wypłaty gotówki. Ponieważ są one tak łatwo realizowane, nie funkcjonują jako dobra lub usługi, które trzeba wymienić na gotówkę, lecz raczej służą one jako kwity magazynowe na gotówkę, wypłacalne w każdej chwili. [...] Dlatego rachunki bieżące są substytutami pieniądza oraz funkcjonują na rynku jako jego ekwiwalent. Zamiast wymieniać gotówkę na dobra i usługi, właściciel depozytu oraz sprzedawca danego dobra traktują taki depozyt jak gotówkę. Stąd wniosek, że kwit depozytu na żądanie jest akceptowalny przez sprzedawcę jako ostateczna zapłata za jego produkt.

Rothbard ciągnie dalej, podkreślając kluczowe podejście austriaków, które mówi, iż to subiektywna umowa uczestników rynku jest źródłem wartości dla dóbr i usług. A subiektywność nigdzie nie jest ważniejsza niż w przypadku substytutów pieniądza:

Ważne jest, aby uświadomić sobie, że depozyty na żądanie nie są automatycznie częścią podaży pieniędzy z powodu samego ich istnienia. One są uważane za ekwiwalent pieniędzy tylko tak długo, dopóki sprzedawca dóbr subiektywnie uważa je za takie i akceptuje ich użycie przy dokonywaniu transakcji.

Obecnie każdy depozyt na żądanie jest ubezpieczony przez Federalną Korporację Ubezpieczeń Depozytów (FDIC), a gwarancją wypłacalności tego funduszu jest Skarb Państwa, który jest wspierany przez Rezerwę Federalną mogącą drukować banknoty, jak tylko zabraknie pieniędzy w kasie FDIC lub budżecie państwa. Nie może być więc żadnych wątpliwości, że depozyty na żądanie oraz inne czekowe depozyty, które są uznawane przez ludzi jako

doskonale bezpieczne oraz natychmiastowo wymienialne na standardowe pieniądze, mogą być uznane za substytuty pieniądza w indywidualnych rozliczeniach, wypełniające te same funkcje co standardowe pieniądze. Dlatego depozyty na żądanie muszą być wliczone do podaży pieniądza.

Czeki podróżne (niewydawane przez banki)

Jak widzieliśmy powyżej, czeki podróżne na pierwszy rzut oka wyglądają jak substytuty pieniądza, ale nie są one ani idealnie bezpieczne, natychmiastowo wymienialne na standardowe pieniądze, ani nie są ostateczną zapłatą. W takim wypadku muszą one być wyłączone z jakichkolwiek miar podaży pieniądza.

Niskie lokaty terminowe w bankach

Niskonominałowe lokaty terminowe są federalnie ubezpieczonymi certyfikatami depozytowymi (CD, z *ang. certificates of deposit*) w bankach komercyjnych oraz kasach oszczędnościowych, z terminem wypłacalności sięgającym od kilku miesięcy do kilku lat. W języku ekonomistów są to transakcje kredytowe, a dokładniej: pożyczki udzielane przez klientów banków, którzy rezygnują z używania swoich pieniędzy na czas udzielenia pożyczki w zamian za procent oraz zwrot powierzonych pieniędzy, gdy termin spłaty pożyczki dobiegnie końca. Chociaż CD są bardzo bezpieczne, nie mogą one być natychmiastowo wymienialne na zwykłe pieniądze, co oznacza, że nie spełniają kryteriów naszego testu. Na podstawie tego można stwierdzić, że powinny być one wyłączone z pomiaru podaży pieniądza.

Niespełnienie wymagań naszego testu przez lokaty terminowe, pokazuje esencję tego, co jest uznawane za natychmiastową wymienialność. Austriacy odróżniają bowiem kwity magazynowe od transakcji kredytowej. Najlepiej tę różnicę zobrazować kontrastując depozyt na żądanie z lokatą terminową. Polecam przeczytać wyjaśnienie austriackiego ekonomisty Franka Shostaka na temat różnicy pomiędzy transakcją na żądanie, czyli w tym przypadku depozytem na żądanie, a transakcją kredytową. W swoim eseju pt. [„The Mystery of the Money Supply Definition”](#) pisze:

Kiedy ktoś już wpłaci swoje pieniądze do skarbca banku, to w zasadzie zawiera transakcję na żądanie. W akcie złożenia depozytu nie rezygnuje on z posiadania tego depozytu. Nikt inny

nie powinien używać tych pieniędzy. Kiedy Joe trzyma swoje pieniądze w banku, to dalej posiada on nieograniczone prawo do podjęcia tych pieniędzy, kiedy tylko chce. W konsekwencji, takie depozyty mogą zostać zaliczone jako pieniądze...

Musimy zestawić tę sytuację z transakcjami kredytowymi, w których pożyczkodawca rezygnuje z możliwości używania tych pieniędzy przez czas trwania pożyczki. Kredyt zawsze wiąże się z nabywaniem przez wierzyciela dóbr w przyszłości, zamiast w chwili obecnej. W wyniku transakcji kredytowej pożyczkodawca przekazuje pieniądze pożyczkobiorcy.

Rozróżnienie pomiędzy kredytem a transakcją na żądanie służy jako ważny sposób identyfikowania ilości pieniędzy w gospodarce.

Rothbard pisze o zastosowaniu tej idei do lokaty terminowej [w ten sposób](#):

[P]rawdziwa lokata terminowa to depozyt bankowy, który rzeczywiście byłby wymienialny tylko w pewnym momencie w przyszłości. Taka lokata zasługiwałaby na bardzo odmienne traktowanie [niż depozyt na żądanie]. Lokata terminowa, która nie jest wymienialna na żądanie, byłaby raczej instrumentem kredytowym, a nie rodzajem kwitu magazynowego. Lokata ta byłaby raczej wynikiem transakcji kredytowej niż tytułem do gotówki w przechowalni, dlatego nie służyłaby na rynku jako zastępstwo pieniądza.

Można by jednak zadać pytanie: „Czy nie jest prawdą to, że banki są zawsze gotowe do wykupienia swoich niskich lokat terminowych, nawet przed terminem ich spłaty? Czy w takim przypadku nie można by stwierdzić, że takie lokaty teoretycznie nie są transakcjami kredytowymi, lecz substytutami pieniądza?”.

W teorii, biorąc pod uwagę bieżącą wartość wykupu, należy się z tym zgodzić. Jednak, uwzględniając fakt, że banki pobierają spore opłaty za wcześniejszą likwidację lokaty, to — w połączeniu z utratą odsetek — deponent traktuje takie lokaty jako normalną transakcję kredytową. Ponieważ lokaty te są

ubezpieczone przez rząd i prasy drukarskie Rezerwy Federalnej, prawdopodobieństwo wcześniejszego wycofania się z lokaty z powodu obaw o niewypłacalność banku jest bliskie zeru. Podczas kryzysu finansowego w latach 2008-2009 takie lokaty przyciągnęły więcej pieniędzy właśnie z powodu tego ubezpieczenia.

Podsumowując, przeważającą siłę mają argumenty sugerujące, że lokaty terminowe o niskiej wartości powinny być wyłączone z pomiarów podaży pieniądza. Takie stanowisko jest powszechne w obozie austriaków.

Jednostki uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych

Z powodu przywilejów wypisywania czeków, fundusze rynku pieniężnego (MMMF, z *ang.* *money-market mutual fund*) na pierwszy rzut oka wyglądają jak depozyty na żądanie lub inne depozyty, na które można wypisywać чеки, przez co można by sądzić, że są substytutami pieniądza. Jednakże, ponieważ nie są one natychmiastowo wymienialne na zwykłe pieniądze, ani nie są one ostateczną zapłatą, MMMF-y nie zdają naszego testu pieniężnego i jako takie nie powinny być brane pod uwagę przy pomiarze podaży pieniądza. Salerno wyjaśnia to w ten sposób:

Każda jednostka uczestnictwa w MMMF reprezentuje roszczenie do proporcjonalnej części portfolio inwestycyjnego zawierające krótkoterminowe aktywa, takie jak obligacje korporacyjne o wysokim ratingu, certyfikaty depozytów oraz obligacje skarbu państwa. Chociaż wartość akcji jest nominalnie stała zazwyczaj na poziomie jednego dolara, to całkowita liczba akcji posiadanych przez inwestorów (abstrahując od reinwestowania dywidend) fluktuuje w zależności od warunków panujących na rynku, wpływając przy tym na ogólną wartość portfolio danego funduszu. W skrajnych okolicznościach, takich jak np. potężny wzrost stóp procentowych na rynku krótko-terminowym lub bankructwo korporacji, w którą zostały zainwestowane pieniądze z funduszu, inwestorzy mogą ponieść spore straty w formie redukcji ilości posiadanych akcji o stałej wartości. W przeciwieństwie do czeku wypisanego na rachunek bieżący lub MMDA plany inwestycyjne MMMF nie reprezentują bezpośredniego transferu roszczeń

pieniężnych, ale podwójne zamówienie złożone u menadżera funduszu, aby sprzedał odpowiednią ilość aktywów akcjonariusza i przetransferował pieniądze do osoby wymienionej w czeku. Warto zauważyć, że proces płatności nie jest skończony, dopóki odbiorca płatności nie otrzyma zapłaty, zazwyczaj w postaci środków na swoim depozycie na żądanie.

Konta oszczędnościowe w bankach komercyjnych, wliczając w to rachunki bieżące na rynku pieniężnym (MMDA)

Oto trudny przypadek, o którym nawet austriacy debatuja między sobą. Czy konta oszczędnościowe (oraz ich kuzyni MMDA) w bankach komercyjnych i kasach oszczędnościowych są bardziej jak rachunek bieżący, czy może są to raczej instrumenty kredytowe, tak jak lokaty terminowe? Spójrzmy na obie strony tej debaty przedstawione przez najznamienitszych zwolenników i zastanówmy się, czy możemy zakwalifikować rozważane instrumenty jako pieniądź czy nie.

Salerno i Rothbard twierdzą, że konta oszczędnościowe są substytutami pieniądza, gospodarczo nierozróżnialnymi od bieżących depozytów na żądanie i powinny być rozważane jako część podaży pieniądza. Zacytujmy Salerno:

Zarówno bieżące rachunki rozliczeniowe, jak i rachunki oszczędnościowe są ubezpieczone przez rząd federalny na tych samych warunkach. To oznacza, że reprezentują one roszczenia natychmiastowo wypłacalne w ogólnie akceptowalnym środku wymiany. Zarzut, iż roszczenia do dolarów trzymany na kontach oszczędnościowych zazwyczaj nie wchodzi do obiegu wymiany nie jest ważny dla celów analizy i nie ma nic do rzeczy. Zasadniczą sprawą jest to, że część lub całość nagromadzonych dolarów na np. książeczkach oszczędnościowych może praktycznie zostać wypłacona w formie pieniędzy na każde żądanie depozytora. Dodatkowo, te środki zawsze mogą zostać przetransferowane, dolar za dolara, na konta „transakcyjne” takie jak depozyt na żądanie

Salerno napisał to w roku 1987. W roku 2010 możliwość dokonywania transferów, o której mówi, jest niemal natychmiastowa, nie potrzeba niczego więcej niż kilka kliknięć na BlackBerry czy klawiaturze iPod'a.

Salerno broni swojego stanowiska na temat rachunków oszczędnościowych, cytując niemieckiego bankiera i ekonomistę Melchiora Palyiego. Cytat ten nawiązuje do wagi indywidualnego i subiektywnego wartościowania, tak jak ujmuje to Rothbard:

Ludzie rozumieją pieniądź jako to, co posiada siłę nabywczą dostępną natychmiastowo lub w bardzo krótkim terminie. Płynność finansowa ludzi oraz dyspozycja finansami pozostają poza wpływem prawniczych i technicznych niuansów. Każdy rodzaj depozytów jest tak samo dobry, pod warunkiem, że są one natychmiastowo wymienialne na prawne środki płatnicze w stosunku 1:1 i są one akceptowane jako spłata zobowiązań. Całkowity popyt na dobra i usługi nie zmienia się pod wpływem zmian w dystrybucji siły nabywczej pomiędzy różnymi rodzajami takich depozytów. Nie ma żadnej różnicy w funkcji lub wartości depozytów tak długo, jak tylko istnieje możliwość wolnego transferowania środków pomiędzy nimi.

Teraz przyjrzyjmy się drugiej stronie debaty. Shostak twierdzi, iż konta oszczędnościowe nie spełniają kryteriów kwalifikujących je jako pieniądź i powinny być wyłączone z pomiaru podaży pieniądza. W swojej ostatecznej analizie Shostak całkowicie opiera się na przesłance, że kiedy ktoś deponuje swoje oszczędności, to w tym momencie zrzeka się ich własności. Shostak pisze:

Kluczową rzeczą w identyfikowaniu tego, co może znajdować się w definicji podaży pieniądza, jest zrozumienie różnicy pomiędzy transakcją na żądanie a transakcją kredytową. Trzymając się tej zasady, można by zakwestionować zaliczenie kont oszczędnościowych do podaży pieniądza. Ogólnie uważa się, że uznanie kont oszczędnościowych jako części ogólnej podaży pieniądza jest uzasadnione tym, że zdeponowane na tych kontach pieniądze mogą być natychmiastowo wypłacone. Jednak w takim

razie ta sama logika powinna być zastosowana w przypadku MMMF. Sedno sprawy leży jednak w tym, że konta oszczędnościowe nie nadają prawa do nieograniczonego dysponowania swoimi oszczędnościami. Bank zawsze może nalegać, aby czekać przez okres 30 dni, podczas którego pieniądze nie mogą być wypłacone. Dlatego depozyty oszczędnościowe powinny raczej zostać uznane jako transakcje kredytowe z pozbawieniem wpłacających prawa do swoich pieniędzy na co najmniej 30 dni. Fakt ten nie zmienia się nawet, jeśli klient może wypłacić swoje pieniądze na żądanie. Kiedy bank spełnia zlecenie wypłaty, sprzedaje on inne aktywa. Kupujący te aktywa płacą w gotówce, która jest częściowo wypłacana posiadaczowi depozytu oszczędnościowego. Ten sam schemat myślenia może zostać zastosowany w przypadku depozytów na lokatach terminowych, które są transakcjami kredytowymi.

Argumenty Shostaka są bardzo trafne, jednakże — w opinii autora tego artykułu — nie są one wystarczające, aby zagwarantować wyłączenie depozytów oszczędnościowych z ogólnej puli podaży pieniądza.

Aby zobaczyć dlaczego, przeanalizujmy każdy z argumentów przedstawionych przez Shostaka.

Jego pierwsza uwaga dotyczy tego, iż konta oszczędnościowe nie są z mocy prawa wymienialne na żądanie i jest jak najbardziej prawdziwa. Bank może legalnie zmusić deponenta do czekania do 30 dni na wypłatę pieniędzy. Jeśli prawo to byłoby stosowane, to rzeczywiście takie depozyty wyglądałyby raczej jak transakcje kredytowe niż substytuty pieniądza, co oznaczałoby, że deponent zrzekł się prawa własności swoich pieniędzy. Jednakże argument ten jest bardzo słaby. Tak jak twierdzi Rothbard, takie spojrzenie jest wynikiem skupienia się na kwestiach prawnych, a nie na rzeczywistości gospodarczej:

Zastrzeżenie to pomija subiektywne oszacowania sytuacji ze strony deponentów. W rzeczywistości obowiązek uprzedzenia o planowanej wypłacie pieniędzy co najmniej trzydzieści dni wcześniej nigdy nie jest przestrzegany, dlatego deponent niezmiennie uważa swój depozyt na koncie oszczędnościowym

jako wymienialny w gotówce na żądanie. Rzeczywiście, podczas depresji w 1929 banki próbowały stosować ten dawno zapomniany przepis, lecz doprowadziło to do paniki i ludzie zaczęli szybko wycofywać swoje oszczędności.

Ktoś mógłby jednak argumentować, że z powodu ubezpieczenia kont oszczędnościowych przez rząd i zdolność Rezerwy Federalnej do drukowania pieniędzy, nie było w ogóle powodu, aby banki w 1929 roku musiały zacząć stosować ten przepis.

Zdaniem autora tego tekstu, taki potencjalny powód mógłby powstać tylko w przypadku szeroko zakrojonej paniki na skalę całego kraju, a wtedy rząd prawie na pewno przejąłby kontrolę nad całym systemem bankowym oraz zaczął racjonować wypłatę pieniędzy z wszystkich rodzajów depozytów, sprawiając przy tym, iż depozyty oszczędnościowe przestałyby się różnić czymkolwiek od depozytów na żądanie.

Drugi argument Shostaka — mówiący, iż nawet jeśli nie istniałby żaden wymóg wcześniejszego uprzedzenia o zamiarze wypłaty pieniędzy, konta oszczędnościowe wciąż byłyby transakcjami kredytowymi, ponieważ bank spełnia dane żądanie wypłaty pieniędzy poprzez sprzedaż innych aktywów za gotówkę, która trafia do wypłacającego pieniądze — jest sporym skokiem naprzód. Można się tutaj zgodzić, że kiedy bank pożyczy pieniądze powierzone mu jako depozyt oszczędnościowy, to depozyt ten nie jest już posiadany przez bank, ale za to w rękach pożyczających lub ich sprzedawców. Jednakże, o ile nie jest wymagane wcześniejsze powiadomienie o wypłacie, to — w przeciwieństwie do twierdzenia Shostaka — nie nastąpił żaden transfer praw własności do depozytu od deponenta do pożyczkodawcy. W rozumieniu deponenta te pieniądze są wciąż częścią jego salda środków pieniężnych, natychmiastowo wymienialne na zwykłą gotówkę, kiedy tylko dana osoba tego zapragnie.

W istocie żadne pieniądze nie zostały przetransferowane z rąk deponenta do rąk pożyczkobiorcy, zatem nie mogły one zostać przetransferowane z powrotem. Wynikiem tej transakcji jest to, że jeśli deponent powierzy bankowi 10 000 dolarów, a bank pożycza całą tę sumę komuś innemu, to w takim wypadku wzrasta całkowita ilość pieniędzy na indywidualnych saldach pieniężnych — innymi słowy, podaź pieniędzy wzrasta o 10 000 dolarów.

Nie ma wątpliwości, że w naszym systemie bankowym — opartym na rezerwie cząstkowej — banki mogą udzielać kredytów poprzez kreacje depozytów na żądanie o wartości wielokrotnie większej niż ich rezerwy. Jednak mogą oni pożyczyć pieniądze, które zostały zdeponowane na kontach oszczędnościowych tylko na zasadzie jeden do jednego. W przeciwieństwie do tego, co twierdzi obóz Shostaka, nie oznacza to, że pieniądze zdeponowane na kontach oszczędnościowych a potem pożyczone przez bank są substytutami pieniądza w mniejszym stopniu niż wtedy, kiedy znajdują się one na indywidualnych saldach pieniężnych, albo gdy zdeponowane są jako depozyty na żądanie. Rothbard wyjaśnia to tak:

To odróżnia źródła lub zmienność różnych form pieniądza, ale nie powinno wykluczać depozytów oszczędnościowych z ogólnej puli podaży pieniądza... chociaż każdy z tych rodzajów pieniądza jest tworzony w inny sposób, to tak długo, jak one istnieją, będą one częścią całkowitej podaży pieniądza.

Palyi, tak samo jak Salerno, wykonuje świetną robotę, wyjaśniając te zagadnienia w prostych do zrozumienia słowach. Pisze on tak:

Źródłem nieporozumienia jest postawienie znaku równości między depozytami oszczędnościowymi a samymi oszczędnościami. Depozyty nie są „oszczędzane” w żaden inny sposób niż fundusze zdeponowane na zwykłych rachunkach bieżących lub gotówka trzymana w skarpecie. We wszystkich trzech przypadkach, ktoś powstrzymuje się od konsumpcji (na jakiś czas), zaś dane fundusze posiadają prawdziwą siłę nabywczą. W takiej sytuacji sposób, w jaki siła nabywczą została wygenerowana, nie robi żadnej różnicy — nieważne, czy została wykopana z kopalni złota, wydrukowana przez agencję rządową, czy wykreowana przez kredyt bankowy. Faktem jest, że banki i towarzystwa oszczędnościowe robią dokładnie to samo, co banki komercyjne, czyli budują strukturę kredytową na rezerwie cząstkowej.

Zdaniem autora tego tekstu, kiedy już zgodzimy się, że depozyty oszczędnościowe są natychmiastowo wymienne, są one z definicji substytutami pieniądza i powinny być brane pod uwagę przy mierzeniu podaży pieniądza.

Składniki M3 nienależące do M2

W lutym 2006 roku, ku przerażeniu wielu obserwatorów Fedu, Zarząd Rezerwy Federalnej zaprzestał publikacji M3, twierdząc, że koszty zbierania podstawowych danych i publikowania tej serii przewyższają korzyści, jakie z niej płyną. Jeśli w oczach tych obserwatorów Fedu celem M3 było śledzenie przepływu podaży pieniądza, to jest to jedyny przypadek, w którym autor tego tekstu zgadza się z logiką Rezerwy Federalnej. M3 jest zdominowane przez konta, które zaliczane są do kategorii transakcji kredytowych i jako takie nie powinny być wliczane do podaży pieniądza.

Pozostałe pozycje uzupełniające Rezerwy Federalnej

Rezerwa federalna publikuje również kilka innych serii danych pod nazwą „Pozostałe pozycje uzupełniające”. Żadne z nich nie wydaje się zasługiwać na status pieniądza. Jednakże, ku ogólnemu zaskoczeniu, niektóre z tych pozycji są substytutami pieniądza i powinny być brane pod uwagę przy wyliczaniu podaży pieniądza. Są to bankowe depozyty dostępne na żądanie należące do banków komercyjnych, oficjalnych instytucji oraz depozyty i rachunki rządu Stanów Zjednoczonych trzymane w bankach komercyjnych oraz w Rezerwie Federalnej. Jak pisze Salerno:

Tajemnicze wykluczenie tych pozycji z pomiarów podaży pieniądza jest zazwyczaj uzasadniane przez ekspertów, którzy twierdzą, że depozyty tych instytucji „(...) służą zupełnie innym celom niż te trzymane przez społeczeństwo” albo są one „(...) postrzegane jako trzymane na jakąś «szczególną» okazję”. To nadmierne przywiązywanie uwagi do konkretnych „motywów” trzymania pieniędzy, w przeciwieństwie do wagi ilości samych pieniędzy, jest jedną ze współczesnych spuścizn keynesowskiej rewolucji.

Sprawa wliczania sald rachunków rządu USA jest szczególnie ważna w dzisiejszych czasach z powodu rosnących rozmiarów tych kont. Dlatego warto poświęcić im nieco uwagi.

Zacznijmy od teoretycznych argumentów za wliczaniem depozytów rządowych do ogólnej miary podaży pieniądza. Tutaj Salerno cytuje ekonomistę Harolda Bargerę:

Depozyty Skarbu Państwa nie są częścią jego rezerw wobec wyemitowanych przez siebie pieniędzy, ale raczej są one częścią ogólnego funduszu Skarbu Państwa dostępnego na pokrycie bieżących wydatków. Przy pomocy tych depozytów zbierane są podatki oraz nabywane przeróżne dobra i usługi. Depozyty te wyglądają na taką samą część ogólnej puli pieniędzy, jaką operuje gospodarka, tak jak depozyty stanowe i samorządowe, które są zawarte w statystykach depozytów na żądanie. To samo może być powiedziane o depozytach Skarbu Państwa deponowanych w Banku Rezerwy Federalnej.

Nieważne, czy depozyty Skarbu Państwa trzymane są w bankach komercyjnych, czy w Rezerwie Federalnej, są one po prostu depozytami dostępnymi na żądanie, których właścicielem jest rząd USA. Oczywisty jest fakt, że są one substytutami pieniądza i dlatego powinny zostać zaliczone do ogólnej podaży pieniądza.

We wrześniu 2008 roku, czyli już długo po tym jak Barger i Salerno spisali swoje przemyślenia, Skarb Państwa założył na żądanie Rezerwy Federalnej nowe konto w tej instytucji – Konto Dodatkowego Finansowania Skarbu Państwa (SFP, *ang. supplementary financing account*).

W przeciwieństwie do tradycyjnych kontrolowanych przez rząd kont depozytowych Skarbu Państwa, stworzonych w celu zbierania podatków i wpłacania zobowiązań, SFP jest „tymczasowe” i ma służyć specjalnym celom. Rezerwa Federalna utworzyła SFP, aby zmniejszyć nagły wzrost ponadnormatywnych rezerw, powstałych po wykupieniu toksycznych aktywów oraz przeprowadzeniu specjalnych programów pożyczkowych. Zarząd Rezerwy Federalnej tak oto uzasadnia założenie SFP:

Wraz z gwałtowną ekspansją płynności finansowej Rezerwy Federalnej, Skarb Państwa zgodził się na stworzenie Programu Dodatkowego Finansowania (SFP), aby pomóc Rezerwie Federalnej w implementacji swojej polityki monetarnej. W ramach SFP Skarb Państwa wydaje krótkoterminowe papiery dłużne oraz wpłaca uzyskane w ten sposób środki właśnie na Konto Dodatkowego Finansowania (SFP) w Banku Rezerwy Federalnej. Kiedy Skarb Państwa zwiększa saldo tego rachunku, to w efekcie drenowane są depozyty innych instytucji depozytowych mających konto w Banku Rezerwy Federalnej. W takim przypadku wdrożenie SFP pomaga zrekompensować gwałtowny wzrost sald, powstałych na skutek kreacji oraz ekspansji płynności Rezerwy Federalnej.

SFP w rzeczywistości jest narzędziem do zarządzania rezerwami. A przynajmniej jest ono tak opisywane w księgach rachunkowych Rezerwy Federalnej — jako redukcja „depozytów w Banku Rezerwy Federalnej”. W rezultacie SFP nie jest podobny do tradycyjnych depozytów Skarbu Państwa, przez co nie powinno być wliczane do podaży pieniądza.

Warto zauważyć, iż autor tego artykułu jest świadomy różnicy zdań co do „pieniężności” SFP, jaka istnieje wśród austriaków. Na przykład, Shostak wlicza SFP do ogólnej miary podaży pieniądza, podczas gdy Sean Corrigan z Diapason Commodities jest przeciwnego zdania. Rzeczywiście, tak jak sugeruje to Salerno, położenie nacisku na pobudki, jakimi kieruje się Skarb Państwa i Rezerwa Federalna, jako uzasadnienie wykluczenia SFP z miary podaży pieniądza jest dosyć ryzykownym zabiegiem.

Któż może ręczyć, iż SFP będzie tylko tymczasowe albo że będzie służyło Rezerwie Federalnej tylko, aby zredukować ponadnormatywne rezerwy nagromadzone z powodu kryzysu finansowego? Odpowiedź jest prosta: nikt nie może dać takiego poręczenia. Jednakże, tak długo jak SFP pozostaje pod bezpośrednią kontrolą Rezerwy Federalnej i służy tylko w celu zarządzania rezerwami, autor stara się wierzyć, że SFP nie jest rzeczą, na którą są wymieniane wszystkie inne dobra i usługi czy też ostateczną rynkową zapłatą za te dobra i usługi. Dlatego nie powinno być brane pod uwagę przy mierzeniu całkowitej podaży pieniądza.

Austriackie podejście do pomiaru podaży pieniądza dla ekonomistów i inwestorów

Tak się składa, że jeśli austriacka szkoła ekonomii jest prawidłowo stosowana, może dać ekonomistom, analitykom finansowym lub inwestorom przewagę nad konkurencją. Jeśli austriacka szkoła ekonomii czegokolwiek mnie nauczyła, to jest to właśnie niezwykła waga zmian podaży pieniądza w gospodarce i na rynkach finansowych. Dlatego prawidłowa metoda pomiaru pieniądza jest tak szalenie ważna. Przy używaniu błędnej metody pomiaru podaży pieniądza popełnienie błędu jest jedynie kwestią czasu.

Powtarzając ponownie moje pytanie z początku tego artykułu, czy używasz niewłaściwej miary podaży pieniądza przy formułowaniu przewidywań gospodarczych, finansowych lub — nie daj Boże! — swoich decyzji inwestycyjnych? Jeśli tak, to jestem tutaj, aby ci pomóc.

Na mojej stronie — [The Contrarian Take](#) — oferuję uaktualniane co miesiąc trzy serie austriackiej miary podaży pieniądza:

TMS 1

Wąska definicja podaży pieniądza — oparta głównie na formule pieniądza AMS podanej przez Shostaka — która wyłącza depozyty oszczędnościowe, lecz dodaje depozyty bankowe w programach „sweep” (banki przesuwają te środki z depozytów na żądanie do depozytów oszczędnościowych i MMDA, aby obniżyć wielkość wymaganych rezerw)^{1, 2}.

TMS 2

Szeroka definicja podaży pieniądza oparta na formule pieniądza TMS — opracowanej przez Salerno i Rothbarda — która jest stworzona zgodnie z wnioskami zawartymi w tym eseju. Jest to najpełniejsza oraz najbardziej poprawna miara podaży pieniądza.

M2

Szeroka miara podaży pieniądza wydawana przez Zarząd Rezerwy Federalnej.

Poniżej przedstawione są składniki każdej z grup M2:

SKŁADNIKI PODAŻY PIENIĄDZA			
	TMS1	TMS2	M2
Składniki M1			
Waluta (gotówka)	+	+	+
Czeki podróżne niewydawane przez banki			+
Depozyty na żądanie	+	+	+
Inne depozyty na które można wystawiać czeki (OCD) w bankach komercyjnych	+	+	+
Inne depozyty na które można wystawiać czeki (OCD) w kasach oszczędnościowych	+	+	+
Składniki M2 nienależące do M1			
Konta oszczędnościowe w bankach komercyjnych, wliczając w to MMDA (rachunki bieżące na rynku międzybankowym)		+	+
Konta oszczędnościowe w kasach oszczędnościowych, razem z MMDA		+	+
Niskie lokaty terminowe w bankach komercyjnych			+
Niskie lokaty terminowe w kasach oszczędnościowych			+
Fundusze pieniężne w handlu detalicznym			+
Pozostałe pozycje uzupełniające			
Bankowe depozyty na żądanie należące do banków zagranicznych	+	+	
Bankowe depozyty na żądanie należące do zagranicznych instytucji	+	+	
Lokaty terminowe i oszczędnościowe należące do zagranicznych instytucji oraz zagranicznych banków			
Depozyty na żądanie należące do rządu USA trzymane w bankach komercyjnych	+	+	
Ogólne konto rządu USA w Banku Rezerwy Federalnej	+	+	
Konto dodatkowego finansowania należące do rządu USA otwarte w Banku Rezerwy Federalnej			
Obligacje rządu USA trzymane w instytucjach depozytowych	+	+	

Depozyty terminowe i oszczędnościowe w bankach komercyjnych należące do rządu USA			
Konta IRA i Keogh w bankach komercyjnych			
Konta IRA i Keogh w kasach oszczędnościowych			
Fundusze IRA i Keogh działające na rynku międzybankowym			
Transakcje sweep zamieniające depozyty na żądanie na oszczędnościowych oraz MMDA			
Miesięczne dane na temat Sweep z Rezerwy Federalnej w St. Louis	+		

Bezpośredni link do mojej austriackiej miary podaży pieniądza można znaleźć [tutaj](#). Również można znaleźć link do tej miary na [Mises Markets & Data](#), pod nagłówkiem *More on the True Money Supply data*.

Jeśli ogólną konkluzją tego eseju jest fakt, iż TMS2 jest najlepszą miarą podaży pieniądza, to ktoś mógłby spytać, po co śledzić TMS1? Są ku temu dwa powody:

1. Aby uznać fakt, że istnieje mało istotna, lecz dozwolona prawnie, opcja odmowy natychmiastowej wypłaty pieniędzy zdeponowanych na kontach oszczędnościowych aż do 30 dni;
2. tak jak napisał Salerno, roszczenia dolarów trzymanyh jako depozyty oszczędnościowe zazwyczaj nie są w obiegu, co oznacza, że TMS1 jest istotne dla niektórych analiz.

Również ktoś mógłby spytać, po co śledzić M2? Odpowiedź jest tutaj znacznie prostsza: otóż, aby porównać rzeczywisty stan rzeczy, jakim jest TMS z tym, co tylko wydaje się prawdziwe, czyli M2. Tak jak kiedyś powiedział Kevin Duffy, jeden z menadżerów Bearing Asset Management:

Zarządzanie inwestycjami jest po prostu wynajdywaniem różnic pomiędzy rzeczywistością a tym, jak się ją postrzega. Najważniejsze to świadomość obu tych zjawisk.

Bibliografia:

Rothbard, Murray, 1978. „*Austrian Definitions of the Supply of Money*”. in *New Directions in Austrian Economics*. Louis M. Spadaro, ed. Kansas City: Sheed Andrews and McMeel, Inc.

Salerno, Joseph, 1987. „[The True Money Supply: A Measure of the Supply of the Medium of Exchange in the US Economy](#)”. *Austrian Economics Newsletter*, Spring.

Salerno, 1994. „Ludwig von Mises Monetary Theory in Light of Modern Monetary Thought” *The Review of Austrian Economics*, March.

Shostak, Frank, 2000. „[The Mystery of the Money Supply Definition](#)”. *Quarterly Journal of Economics*, Winter.

¹ Cytując Shostaka: „od stycznia 1994 roku, banki i inne instytucje finansowe zainicjowały programy *sweep*, aby obniżyć ustawowo wymaganą rezerwę na depozyty na żądanie. W programach *sweep* banki przesuwają fundusze z depozytów na żądanie do kont depozytowych na rynku międzybankowym (MMDA) oraz osobiste depozyty oszczędnościowe, które w ramach Regulacji 'D' Rezerwy Federalnej nie posiadają ustawowego wymogu trzymania jakiegokolwiek rezerwy. Dzięki *sweep* banki redukują rezerwy wymagane dla depozytów na żądanie. W rezultacie ktoś mógłby twierdzić, że definicja pieniądza przedstawiona powyżej nie obejmuje całkowitej podaży pieniądza. Jednakże ta krytyka jest nie na miejscu, ponieważ nie ma ona nic wspólnego z definicją jako taką, lecz raczej z problemem pomiaru ilości pieniędzy, które zostały wyprowadzone przez banki z depozytów na żądanie bez wiedzy samych właścicieli depozytów”.

² Aby wyjaśnić jakiegokolwiek nieporozumienia wśród czytelników zaznajomionych z miary AMS Franka Shostaka, warto zauważyć, iż: (a) tak samo jak w przypadku AMS, TMS1 nie obejmuje depozytów oszczędnościowych, ale za to zawiera bankowe programy depozytowe *sweep* oraz (b) w przeciwieństwie do AMS, TMS1 nie zawiera kont SFP.