Architektura niestabilności: od prawa Glass-Steagall do CBDC

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi głęboką analizę ewolucji systemowej niestabilności finansowej, odchodząc od postrzegania kryzysów jako przypadkowych anomalii. Autor śledzi procesy transformacji ryzyka w iluzję bezpieczeństwa, badając kluczowe momenty historyczne, takie jak uchylenie ustawy Glass-Steagall i rozwój bankowości cienia. Tekst szczegółowo opisuje mechanizmy sekurytyzacji, funkcjonowanie rynku repo oraz rolę banków centralnych jako gwarantów płynności. Poprzez analizę zjawisk takich jak 'put Greenspana' czy luzowanie ilościowe, publikacja ukazuje, jak współczesna architektura finansowa generuje ryzyko moralne. Całość wieńczy spojrzenie na przyszłość pieniądza cyfrowego (CBDC) w kontekście stabilności globalnego systemu gospodarczego.

This article provides an in-depth analysis of the evolution of systemic financial instability, moving away from the perception of crises as random anomalies. The author traces the transformation of risk into the illusion of security, examining key historical moments such as the repeal of the Glass-Steagall Act and the development of shadow banking. The text details the mechanisms of securitization, the functioning of the repo market, and the role of central banks as liquidity guarantors. Through an analysis of phenomena such as the Greenspan put and quantitative easing, the publication demonstrates how contemporary financial architecture generates moral hazard. The paper concludes with a look at the future of digital money (CBDC) in the context of the stability of the global economic system.

Artykuł analizuje ewolucję współczesnego kapitalizmu, dekonstruując mit o jednorazowości kryzysów finansowych i wskazując na ich systemowy charakter. Autor argumentuje, że kryzys z lat 2007-2008 był symptomem głębszych problemów, takich jak nadmierne zadłużenie, erozja regulacji, ekspansja bankowości cienia i asymetryczna

polityka monetarna. Kluczową tezą jest stopniowe odrywanie się logiki finansów od realnej gospodarki, prowadzące do traktowania finansów jako celu samego w sobie. Analiza obejmuje rozbiórkę ustawy Glassa-Steagalla, rolę bankowości cienia i luzowania ilościowego, a także porównanie skandynawskiego i niemieckiego podejścia do kryzysów bankowych. Wreszcie, rozważana jest przyszłość cyfrowej waluty banku centralnego (CBDC) jako potencjalnego narzędzia separacji finansów od spekulacji lub instrumentu nadzoru. Artykuł prowokuje do refleksji nad napięciem między interwencją a odpowiedzialnością w systemie finansowym.

SŁOWA KLUCZOWE

Glass-Steagall | sekurytyzacja | bankowość cienia | subprime | CDO | luzowanie ilościowe | put Greenspana | rynek repo | dźwignia finansowa | ryzyko moralne | depozyty | transformacja ryzyka | stabilność systemowa | delewarowanie | architektura finansowa

Kryzys jako cecha systemowa: koniec mitu aberracji

Gdy spojrzymy na rozwój współczesnego kapitalizmu przez pryzmat logiki systemowej, a nie anegdotycznych opowieści, z każdym kolejnym kryzysem coraz trudniej jest bronić pocieszającej iluzji, że mamy do czynienia z jednorazową aberracją czy technicznym „wypadkiem przy pracy". Logika wydarzeń prowadzących do załamania z lat 2007–2008 sugeruje coś zgoła innego. W takim stopniu, w jakim współczesny system finansowy stał się globalną maszyną do transformacji ryzyka w iluzję pewności, w takim samym stopniu przeobraził się w fabrykę regularnie powracających katastrof.

To, co potocznie nazywamy „kryzysem subprime", jest w tej optyce zaledwie lokalnym pęknięciem w tkance, w której od dawna splatały się znacznie głębsze procesy. Należą do nich: nadmierna akumulacja długu, erozja barier instytucjonalnych między bezpiecznym depozytem a ryzykowną spekulacją, ekspansja bankowości cienia, czyli sektora działającego poza tradycyjnym nadzorem, oraz polityka monetarna, która każde pęknięcie bańki amortyzowała jeszcze większą falą płynności. Całość spajała zaś głęboko zakorzeniona pokusa nadużycia – ciche założenie uprzywilejowanych graczy, że system i tak uratuje ich przed skutkami własnych decyzji.

Genezy kryzysu nie da się zatem opisać jako sekwencji niefortunnych błędów, lecz jako historii stopniowego odklejania się logiki instytucji finansowych od normatywnej idei bankowości jako infrastruktury, która ma służyć realnej gospodarce. Wraz z tym procesem zatarciu uległa fundamentalna różnica między finansami jako narzędziem a finansami jako celem samym w sobie.

Sekurytyzacja: transformacja kredytu w globalne ryzyko

W punkcie wyjścia znajduje się pozornie banalna transmutacja: dom staje się substytutem wysokodochodowej obligacji, a kredyt hipoteczny – jej kuponem. Tam, gdzie klasyczną relację kredytową „udziel i trzymaj" zastąpiła logika „udziel i sprzedaj", czyli sekurytyzacja, dług przestał być osobistym zobowiązaniem. Zmienił się w anonimowy materiał wyjściowy, surowiec do wznoszenia kolejnych coraz bardziej abstrakcyjnych pięter finansowej architektury.

W praktyce oznaczało to, że ryzykowne kredyty hipoteczne, w tym kredyty typu subprime, były agregowane w pule, a te przekształcano w papiery wartościowe. Następnie w strukturach typu CDO dzielono je na warstwy o różnym stopniu ryzyka, by potem skompresować je ponownie w instrumenty drugiego i trzeciego rzędu. Ryzyko, nominalnie rozproszone, w rzeczywistości zostało jedynie ukryte w labiryncie wzajemnych zależności, ponieważ wycena tych instrumentów opierała się na założeniach, które nie wytrzymywały konfrontacji z rzeczywistością. Jednym z nich był dogmat, że ceny nieruchomości mogą spadać lokalnie, ale nigdy globalnie i jednocześnie.

Put Greenspana: paliwo dla rynkowych nierównowag

Na tę architekturę niestabilności nałożył się długofalowy proces narastania zadłużenia w sektorze prywatnym. Przez dziesięciolecia dług gospodarstw domowych, instytucji finansowych i korporacji niefinansowych w Stanach Zjednoczonych rósł w tempie znacznie wyprzedzającym dochód narodowy, aż osiągnął punkt krytyczny. W systemie o tak wysokiej dźwigni nawet niewielkie przesunięcia wartości aktywów wystarczały, aby całkowicie wymazać kapitał własny wielu podmiotów, co w praktyce oznaczało, że motor wzrostu stanowiła już nie produktywność, lecz właśnie rosnące lewarowanie.

Proces ten był aktywnie wspierany przez politykę monetarną, która w imię zapobiegania recesji konsekwentnie przekształcała każdy lokalny kryzys w okazję do dalszego łagodzenia warunków finansowania. W literaturze zjawisko to zyskało miano „putu Greenspana", czyli niepisanej gwarancji, że bank centralny zawsze obniży stopy procentowe i dostarczy płynność, gdy bańka

pęknie, choć niekoniecznie wtedy, gdy dopiero narasta. Stworzyło to asymetryczną zachętę do podejmowania coraz większego ryzyka.

W tle działał przy tym jeszcze jeden potężny mechanizm globalnych nierównowag. Nadwyżkowe oszczędności krajów takich jak Chiny, Niemcy czy Japonia były masowo lokowane w amerykańskich obligacjach i papierach zabezpieczonych hipotekami, co utrzymywało stopy procentowe na nienaturalnie niskim poziomie. W ten sposób regionalna bańka kredytowa została wmurowana w globalną strukturę wzajemnych zależności, w której deficyt jednych był lustrzanym odbiciem nadwyżek innych, pozwalając amerykańskiemu konsumentowi żyć znacznie ponad stan.

Glass-Steagall: kordon sanitarny między bankami

Ustanowiona w 1933 roku jako jeden z filarów Nowego Ładu, ustawa Glassa-Steagalla wprowadziła do systemu finansowego klarowną, architektoniczną zasadę: formalną separację bankowości komercyjnej od inwestycyjnej. Instytucje finansowe stanęły przed fundamentalnym wyborem – mogły albo pełnić rolę strażników depozytów społeczeństwa, albo działać jako pośrednicy w obrocie kapitałem na rynkach papierów wartościowych, przy czym łączenie tych funkcji stało się niemożliwe.

W praktyce oznaczało to, że bank komercyjny, chroniony parasolem ubezpieczonych depozytów i mający dostęp do pożyczkodawcy ostatniej instancji, nie mógł jednocześnie angażować się w spekulacyjną działalność emisyjną i obrót złożonymi instrumentami finansowymi na własny rachunek. Symetrycznie, podmioty inwestycyjne zostały odcięte od taniej i stabilnej bazy finansowania, jaką stanowią depozyty gospodarstw domowych, co uniemożliwiało im lewarowanie swoich operacji za pomocą pieniędzy zwykłych obywateli.

Drugim filarem tej nowej architektury stało się federalne ubezpieczenie depozytów, zinstytucjonalizowane poprzez powołanie Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Ustanowiło to swoisty kontrakt społeczny: państwo oferowało deponentom ochronę przed paniką bankową, a samym bankom gwarantowało dostęp do płynności w czasach kryzysu. Ceną za ten przywilej była jednak zgoda na ścisły nadzór, rygorystyczne wymogi kapitałowe oraz fundamentalne ograniczenie zakresu prowadzonej działalności.

W tym kontekście powraca lapidarna intuicja klasyków ekonomii instytucjonalnej, głosząca, że „pieniądze wymagają murów”. Ustawa Glassa-Steagalla była właśnie materializacją tej idei – murem oddzielającym pieniądz transakcyjny, krwiobieg realnej gospodarki, od niestabilnego świata finansowych eksperymentów. Nie był to jednak mur absolutnie nieprzenikniony; trafniej

byłoby go opisać jako wysoki płot z kontrolowaną bramą, przez którą przepływ kapitału był możliwy, lecz ściśle regulowany.

Demontaż separacji banków potęguje ryzyko systemowe

Rozbiórka tej architektonicznej zapory, której zwieńczeniem była ustawa Gramm-Leach-Bliley z 1999 roku, otworzyła śluzy dla tworzenia konglomeratów finansowych o skali i złożoności czyniących z nich instytucje zbyt wielkie i systemowo powiązane, by poddać je normalnej procedurze upadłościowej. W ten sposób dawna logika separacji, oparta na przekonaniu, że pieniądze wymagają murów, ustąpiła miejsca nowej logice integracji, która w jednym organizmie łączyła funkcje depozytowe, inwestycyjne, ubezpieczeniowe, a nawet pozabilansowe.

Co znamienne, współczesny dyskurs naukowy, reprezentowany zarówno przez ekonomistów nurtu głównego, jak i badaczy inspirowanych tradycją postkeynesowską, w dużej mierze przyznaje dziś, że zburzenie tej zapory przyczyniło się do wzrostu systemowej kruchości. Spór nie toczy się już zatem o samą zasadność idei separacji, lecz o formę, w jakiej należałoby ją odtworzyć w świecie, gdzie najbardziej ryzykowne operacje finansowe przeniosły się do słabiej regulowanej bankowości cienia.

Bankowość cienia: fabryka płynności i kruchości systemu

Jednym z najważniejszych pojęć, jakie wyłoniły się z analitycznej autopsji kryzysu, jest bankowość cienia. Zoltan Pozsar i jego współautorzy zdefiniowali ją jako archipelag instytucji, które wykonują te same fundamentalne funkcje co banki – transformują zapadalność, ryzyko kredytowe i płynność – lecz czynią to poza tradycyjnym systemem regulacyjnym. Działają bez dostępu do klasycznych gwarancji publicznych, takich jak ubezpieczenie depozytów czy linie płynnościowe banku centralnego, które stanowią fundament stabilności tradycyjnego sektora.

W praktyce obejmuje to całe spektrum podmiotów: od pozabankowych pożyczkodawców hipotecznych, przez fundusze rynku pieniężnego, po strukturyzowane wehikuły inwestycyjne – specjalne spółki celowe, takie jak SIV-y czy conduity, których zadaniem było finansowanie zakupu długoterminowych aktywów za pomocą krótkoterminowego długu. Mechanizm pozostawał niezmienny: pożyczano na krótko, inwestowano na długo. Całą konstrukcję spajał niewielki bufor

kapitałowy, wysoka dźwignia finansowa oraz cienka warstwa modeli ryzyka i ratingów, mająca uspokoić sumienia inwestorów instytucjonalnych.

Bankowość cienia rozwijała się w ścisłym sprzężeniu z sekurytyzacją, czyli procesem zamiany kredytów w zbywalne papiery wartościowe. Każdy kredyt mógł stać się papierem, każdy papier – wielowarstwowym instrumentem, a każdy instrument – zabezpieczeniem kolejnego zobowiązania. W ten sposób system stworzył quasi-monetarną warstwę prywatnych roszczeń, które uczestnicy rynku traktowali jako ekwiwalent bezpiecznych, płynnych aktywów, choć nie stało za nimi pełne wsparcie państwa.

Mechanizm rozpadu jest jednak wbudowany w samą architekturę tego systemu. O ile w czasach spokoju rolowanie krótkoterminowego finansowania, czyli zaciąganie nowego długu na spłatę starego, odbywa się niemal automatycznie, o tyle w momencie zwątpienia w jakość aktywów nawet lokalny impuls nieufności może wywołać katastrofę. Uruchamia się sekwencja odmówionych odnowień, wezwań do uzupełnienia zabezpieczeń i wymuszonych wyprzedaży, która w kaskadzie spadków cen zamienia problem płynnościowy w ostateczny problem niewypłacalności.

Warto tu uchwycić synekdochiczny detal, który niczym fraktal streszcza logikę całego systemu: rytuał codziennego finansowania na rynku overnight repo. Instytucja z sektora cienia kończy dzień z portfelem długoterminowych papierów i stosem krótkoterminowych zobowiązań. Następnie, o godzinie nieznanej opinii publicznej, staje do cichej aukcji, w której stawką jest możliwość przedłużenia tego stanu o kolejne dwadzieścia cztery godziny. W dniu, w którym uczestnicy tej gry powiedzą „nie”, cały gmach finansowej pewności zapada się w ciągu kilku godzin.

Luzowanie ilościowe (QE) promuje ryzyko moralne

Gdy po upadku Lehman Brothers rynki ogarnęła panika, tradycyjny zestaw narzędzi banku centralnego okazał się bezużyteczny. Wówczas Fed, kierowany przez Bena Bernankego – człowieka, który całą karierę akademicką poświęcił badaniu Wielkiego Kryzysu – sięgnął po rozwiązanie ostateczne. Było nim luzowanie ilościowe, czyli bezprecedensowa w swej skali interwencja w samą architekturę rynku długu, mająca na celu odwrócenie biegu historii i uniknięcie powtórki z lat trzydziestych.

Mechanika tego manewru wydaje się prosta, choć jego konsekwencje rozchodzą się po systemie niczym fale uderzeniowe. Bank centralny zaczyna masowo skupować długoterminowe obligacje skarbowe oraz papiery zabezpieczone hipotekami, płacąc za nie nowo wykreowanym pieniądzem rezerwowym. W ten sposób sztucznie podnosi ceny tych aktywów, obniża ich rentowność i

wstrzykuje życiodajną płynność wprost do bilansów spanikowanych banków. Przede wszystkim jednak wysyła sygnał: w zamrożonych segmentach rynku właśnie pojawił się „inwestor ostatniej instancji".

W tej strategii można wyróżnić trzy fundamentalne cele ekonomiczne. Pierwszym było przerwanie błędnego koła, znanego jako spirala delewarowania, czyli toksycznego mechanizmu, w którym paniczna wyprzedaż aktywów zbija ich ceny, co zmusza do kolejnych wyprzedaży. Drugim – obniżenie długoterminowych stóp procentowych nawet wtedy, gdy główna stopa banku centralnego uderzyła już o podłogę, osiągając zerowy pułap. Trzeci cel miał jednak wymiar niemal psychologiczny: było nim wysłanie rynkom potężnego sygnału, że władze monetarne zrobią absolutnie wszystko, by nie dopuścić do deflacyjnej katastrofy.

Właśnie w tej ostatniej funkcji, w obietnicy bezwarunkowego ratunku, kryje się jednak ziarno nowego, potężnego ryzyka moralnego. Kiedy uczestnicy rynku – nie tylko tradycyjne banki, ale również nieuregulowane instytucje bankowości cienia – otrzymują lekcję, że w godzinie próby ich portfele zostaną podparte nieograniczoną płynnością banku centralnego, dochodzą do racjonalnego wniosku. Wniosek ten jest prosty: najbardziej katastrofalne straty, czyli tak zwany dolny ogon rozkładu ryzyka, można ostatecznie przerzucić na barki sektora publicznego.

Szkoła austriacka formułuje w tym kontekście oskarżenie o brutalnej prostocie: „Kiedy popełniasz błędy, a państwo wynagradza cię płynnością, uczysz się jedynie, jak popełniać większe błędy". Zderzenie tej logiki z pragmatyzmem keynesistów, domagających się ratowania gospodarki tu i teraz, tworzy aporię – filozoficzną pułapkę, której nie da się rozwiązać za pomocą technicznych sztuczek. Jej rozwiązanie leży bowiem nie w technice, lecz w architekturze instytucjonalnej. O ile bowiem krótkoterminowa interwencja jest niezbędna, by zapobiec załamaniu realnej gospodarki, o tyle w długim horyzoncie musi zostać zrównoważona przez głębokie reformy strukturalne, które na nowo zdefiniują cały system bodźców.

Skandynawia vs. Niemcy: dwa modele ratowania banków

Zestawienie skandynawskiego sposobu radzenia sobie z kryzysami bankowymi lat dziewięćdziesiątych z niemiecką ścieżką w okresie kryzysu 2007–2008 odsłania dwie fundamentalnie odmienne architektury zarządzania systemową kruchością.

W krajach nordyckich, zwłaszcza w Szwecji i Finlandii, gdy kryzys bankowy osiągnął stadium systemowe, władze postawiły na radykalną przejrzystość i bezwzględne rozpoznanie strat. Banki

dokapitalizowano kosztem rozwodnienia udziałów prywatnych akcjonariuszy, część instytucji znacjonalizowano, a państwo wzięło na siebie ciężar toksycznych aktywów w zamian za realny wpływ właścicielski. Kluczowy był tu moment, w którym rząd ogłosił gwarancje dla wszystkich depozytów i wierzycieli, jednocześnie komunikując z chirurgiczną precyzją, że właściciele kapitału poniosą pełne konsekwencje. Oznaczało to, że państwowa ochrona rozciągała się horyzontalnie, obejmując tych, którzy powierzają systemowi swoje oszczędności, lecz była wyraźnie ograniczona wertykalnie wobec tych, którzy czerpali zyski z ekspansji kredytowej. Ten schemat, choć bolesny, przywrócił krążenie w systemie bankowym stosunkowo szybko, a pamięć o surowej restrukturyzacji stała się trwałym elementem kultury instytucjonalnej, w której świadomość możliwości nacjonalizacji działa jako potężny mechanizm dyscyplinujący.

Scenariusz niemiecki przedstawia obraz znacznie bardziej ambiwalentny, naznaczony wewnętrzną sprzecznością. Z jednej strony mamy bowiem ordoliberalną tradycję, kładącą nacisk na żelazne reguły i odpowiedzialność fiskalną. Z drugiej zaś niemiecki sektor bankowy, z jego trójfilarową strukturą banków prywatnych, spółdzielczych i publicznych Landesbanken, który przed kryzysem wykazywał chronicznie niską rentowność. To właśnie ta słabość skłoniła część instytucji, szczególnie Landesbanken, do agresywnej ekspansji w obszarze złożonych papierów wartościowych opartych na amerykańskich kredytach hipotecznych.

Kiedy kryzys uderzył, straty tych banków były nieproporcjonalnie duże, co wymusiło serię politycznie drażliwych programów ratunkowych, włącznie z nacjonalizacją Hypo Real Estate i głęboką restrukturyzacją sektora Landesbanken. W przeciwieństwie do przypadku nordyckiego, niemiecka ścieżka była procesem rozciągniętym w czasie, unikającym jednoznacznego wskazania, kto i w jakim stopniu ponosi ostateczną odpowiedzialność za powstałe straty.

Z punktu widzenia globalnego biznesu szczególnie pouczające jest to, że oba modele działają w ramach tego samego obszaru regulacyjnego Unii Europejskiej, a mimo to generują odmienne konfiguracje bodźców. Skandynawski wzorzec „twardego przesilenia” pokazuje, że można po kryzysie wymusić realne oczyszczenie bilansów i przebudowę ładu korporacyjnego. Niemiecki przypadek uczy natomiast, że chroniczne trwanie instytucji półpublicznych o słabej rentowności może prowadzić do sprzężenia polityki kredytowej z celami politycznymi i lokalnymi układami interesów, tworząc architekturę utajonej niestabilności.

Odpowiedzialność inwestorów: polityczny koszt stabilności

Aby uchwycić istotę napięcia między interwencją a odpowiedzialnością, posłużmy się prostą, lecz demaskatorską zagadką logiczną. Rozważmy trzy fundamentalne postulaty, które nieustannie ścierają się w dyskursie o kryzysie finansowym, tworząc swoisty trylemat stabilności.

P: System finansowy musi być na tyle odporny, by panika na rynkach nie zagrażała gospodarce realnej. Q: Inwestorzy oraz instytucje finansowe muszą ponosić pełne konsekwencje swoich decyzji, łącznie z ryzykiem bankructwa. R: Państwo nie może ratować rynków poprzez nadzwyczajne gwarancje czy zastrzyki płynności w sytuacjach kryzysowych.

Zadanie polega na zbadaniu, które kombinacje tych trzech zdań mogą współistnieć w obecnej architekturze kapitalizmu, a które prowadzą do sprzeczności performatywnej – sytuacji, w której samo głoszenie pewnych zasad tworzy warunki uniemożliwiające ich spełnienie.

Rozważmy najpierw utopijną triadę, w której P, Q i R są jednocześnie prawdziwe. Deklarujemy wówczas system idealny: stabilny, oparty na pełnej odpowiedzialności uczestników i wolny od państwowych interwencji. Historyczne doświadczenie kryzysów uczy nas jednak czegoś innego. W warunkach gwałtownego delewarowania, czyli masowej wyprzedaży aktywów w celu spłaty długów, brak interwencji nieuchronnie prowadzi do zapaści gospodarczej. To z kolei rodzi tak ogromną presję polityczną, że państwo jest zmuszone złamać zasadę R. Koniunkcja P, Q i R, choć logicznie spójna w abstrakcji, okazuje się empirycznie niestabilna.

Inne warianty również prowadzą w ślepy zaułek. Załóżmy, że chcemy stabilnego systemu bez interwencji, ale z ochroną inwestorów (P i R, ale nie Q). To konfiguracja wewnętrznie sprzeczna. Jak bowiem państwo, które z definicji nie interweniuje, mogłoby chronić kogokolwiek przed skutkami jego decyzji? Z kolei wariant libertariański (Q i R, ale nie P) jest logicznie spójny, lecz politycznie nie do przyjęcia. Oznacza on bowiem akceptację cyklicznych katastrof gospodarczych jako ceny za ideologiczną czystość systemu, w którym odpowiedzialność i brak interwencji są ważniejsze niż stabilność.

Konfiguracja, która najwierniej oddaje doświadczenie ostatniego kryzysu, opiera się na fundamentalnej dwuznaczności. Na poziomie deklaracji obowiązuje model P, Q i nie-R: twierdzi się, że system ma być stabilny, inwestorzy ponoszą ryzyko, a państwo w razie potrzeby interweniuje. W praktyce jednak, gdy kryzys wybucha, realizuje się scenariusz P, nie-Q i nie-R.

System jest stabilizowany interwencją, która jednocześnie chroni znaczną część uczestników rynku przed konsekwencjami, przerzucając koszty na sektor publiczny.

Rozwiązanie tej łamigłówki odsłania niewygodną prawdę. W obecnej strukturze kapitalizmu finansowego jedyną konfiguracją, która jest zarazem logicznie spójna i politycznie trwała, jest stan, w którym system jest stabilizowany przez państwo (P i nie-R), a odpowiedzialność uczestników rynku jest ograniczona (nie-Q). Zadaniem reform nie jest więc powrót do nierealistycznego ideału (P, Q, R), lecz przybliżenie rzeczywistości do uczciwszego modelu P, Q i nie-R. Chodzi o stworzenie takiego reżimu regulacyjnego, w którym każda interwencja publiczna jest nierozerwalnie związana z bolesną stratą dla prywatnego kapitału i głęboką restrukturyzacją winnych instytucji.

Hipoteza Minsky'ego: powrót do teorii niestabilności

Kryzys lat 2007–2008 odegrał wobec ekonomii głównego nurtu rolę brutalnego egzekutora, wprowadzając do centrum debaty idee, które wcześniej uchodziły za heterodoksyjne marginalia. Hyman Minsky, którego hipoteza niestabilności finansowej przez dekady była traktowana jako ciekawostka, po kryzysie stał się jednym z kluczowych punktów odniesienia. Jego teza, że kapitalizm nie potrzebuje zewnętrznych szoków do generowania cykli, lecz wytwarza je endogennie przez ewolucję od finansowania zabezpieczonego do spekulacyjnego i ponziowskiego, jest dziś systematycznie rekonstruowana. Co znamienne, formalizują ją zarówno ekonomiści postkeynesowscy, jak i autorzy z nurtu DSGE, próbujący wbudować mechanizmy zadłużenia i delewarowania w swoje modele równowagi ogólnej.

Równolegle Claudio Borio i badacze z Banku Rozrachunków Międzynarodowych zaproponowali kategorię cyklu finansowego, dłuższego i głębszego niż klasyczny cykl koniunkturalny, którego amplituda zależy od dynamiki kredytu i cen aktywów. Ten język, jeszcze kilkanaście lat temu obcy dominującej literaturze, jest dziś integralną częścią analiz polityki makroostrożnościowej, czyli działań mających na celu ograniczanie ryzyka systemowego, prowadzonych w bankach centralnych. Nastąpiła także rehabilitacja banku jako instytucji kreującej pieniądz, a nie tylko pośredniczącej w przepływie oszczędności. Doświadczenie kryzysu potwierdziło to, co Minsky i autorzy z tradycji obwodu monetarnego głosili od dawna: problem nie polegał na tym, że inwestorzy przesadnie reagowali na zewnętrzne szoki, lecz na tym, że cały system funkcjonował w logice permanentnego zadłużenia, gdzie każdy sukces stawał się argumentem za jeszcze większą dźwignią finansową.

Recepcja tych idei nie jest jednak jednolita. W nurcie krytycznym, od Thomasa Palleya po autorów radykalnie oceniających kapitalizm finansowy, pojawia się zarzut, że Minsky został udomowiony. Oznacza to, że jego myśl przetłumaczono na język, który usuwa z niej wymiar konfliktu klasowego i

władzy, redukując ją do technokratycznej kwestii zarządzania ryzykiem. Z drugiej strony, w głównym nurcie wciąż dominuje tendencja do traktowania kryzysu jako zdarzenia o dużej rzadkości, choć już nie absolutnej wyjątkowości. Modele, które przed 2007 rokiem w ogóle nie uwzględniały niestabilności finansowej, wyposażono w dodatkowe „moduły" opisujące tarcia kredytowe czy ograniczenia płynnościowe. Jest to krok naprzód, ale zarazem wyraz ostrożności, która nie chce przyjąć pełnych konsekwencji minsky'owskiej intuicji, że niestabilność jest cechą konstytutywną systemu, a nie jego defektem.

Podobny los spotkał ustawę Glassa-Steagalla, dawniej analizowaną głównie w literaturze historycznej, a dziś stanowiącą centralny punkt odniesienia w debacie o strukturze bankowości. Nie chodzi tu o prostą tęsknotę za „złotym wiekiem nudnej bankowości", lecz o zrozumienie, że wprowadzenie ubezpieczenia depozytów bez jednoczesnego wzniesienia muru między depozytem a spekulacją tworzy głęboką asymetrię bodźców. Coraz częściej powraca idea, że stabilność powojennego systemu opierała się nie tylko na regulacjach, lecz także na instytucjonalnym odseparowaniu podstawowego pieniądza transakcyjnego od sfery finansowego eksperymentu. Wreszcie, recepcja pojęcia bankowości cienia, czyli sektora nieregulowanych instytucji finansowych, jest modelowym przykładem, jak kategoria zrodzona z praktyki staje się narzędziem nauki. Shadow banking przestał być zlepkiem przypadkowych podmiotów, a zac

CBDC vs. pieniądz komercyjny: nowa hierarchia płynności

W obecnej architekturze monetarnej dostęp do cyfrowego pieniądza banku centralnego stanowi przywilej zarezerwowany dla banków i wąskiego grona instytucji finansowych, operujących na swoich rachunkach w banku centralnym. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa obracają natomiast pieniądzem banków komercyjnych, który jest w istocie jedynie roszczeniem wobec prywatnej instytucji, oraz gotówką – jedyną formą bezpośredniego zobowiązania państwa dostępną dla ogółu. Cyfrowa waluta banku centralnego, czyli CBDC, ma na celu rozszerzenie tej drugiej kategorii na sferę elektroniczną.

Skala zaangażowania w prace nad CBDC dowodzi, że nie mamy do czynienia z efemeryczną modą czy niszowym eksperymentem. Najnowsze badanie Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) ujawnia, iż dziewięćdziesiąt jeden procent ankietowanych banków centralnych prowadzi prace nad cyfrową walutą w formie detalicznej, hurtowej lub obu jednocześnie. Choć projekty hurtowe są na ogół bardziej zaawansowane, to właśnie detaliczne warianty, takie jak cyfrowe euro

czy e-korona, rozpalają wyobraźnię opinii publicznej i biznesu, stając się przedmiotem szerokiej debaty.

Deklarowane przez banki centralne motywacje można sprowadzić do trzech fundamentalnych osi. Pierwsza ma charakter obronny: chodzi o utrzymanie roli pieniądza państwowego w obliczu gwałtownie spadającego udziału gotówki w płatnościach i ekspansji prywatnych platform cyfrowych. Druga oś dotyczy zapewnienia systemowej odporności, czyli ciągłości infrastruktury płatniczej w sytuacjach kryzysowych, gdy awarie systemów prywatnych lub wybuch paniki mogłyby sparaliżować obieg gospodarczy. Trzecia wreszcie to przeciwdziałanie fragmentacji przestrzeni monetarnej przez prywatne kryptowaluty i stablecoiny, które zaczynają pełnić quasi-monetarne funkcje w rozliczeniach międzynarodowych i handlu elektronicznym.

Jednakże od tej ogólnej definicji do analizy konkretnych skutków systemowych droga wiedzie przez architekturę samego projektu, której kluczowe parametry decydują o jego ostatecznym kształcie. Należą do nich trzy zmienne: czy CBDC ma charakter wyłącznie detaliczny, czy także hurtowy; w jaki sposób jest oprocentowane; oraz czy istnieją ilościowe ograniczenia jego użycia przez pojedynczy podmiot. W literaturze przedmiotu, począwszy od prac Kumhofa i Noone, a w strefie euro w ramach analiz Europejskiego Banku Centralnego, pojawia się koncepcja dwustopniowego oprocentowania. Zakłada ona, że pewna podstawowa kwota byłaby oprocentowana neutralnie, natomiast powyżej ustalonego progu wprowadzano by mniej korzystne warunki, aby zniechęcić do masowej konwersji depozytów bankowych i tym samym zapobiec destabilizacji sektora finansowego.

Suwerenność monetarna: główny motor wdrażania CBDC

Globalna skala zaangażowania w prace nad cyfrowymi walutami banków centralnych dowodzi, że idea ta opuściła już sferę akademickich spekulacji. Badania Banku Rozrachunków Międzynarodowych wskazują na niemal pełen konsensus: dziewięćdziesiąt jeden procent instytucji monetarnych na świecie eksploruje już tę architekturę przyszłości, prowadząc prace w formie detalicznej, hurtowej lub obu jednocześnie. Prace te toczą się dwutorowo, przy czym cicha rewolucja w systemach hurtowych jest znacznie bardziej zaawansowana niż głośna debata wokół projektów detalicznych, takich jak cyfrowe euro, które naturalnie skupiają na sobie uwagę opinii publicznej. Deklarowane motywacje krystalizują się wokół trzech filarów strategii obronnej: próby ufortyfikowania roli pieniądza państwowego w obliczu zaniku gotówki, budowy systemowego

bezpiecznika na wypadek kryzysu infrastruktury prywatnej oraz przeciwdziałania fragmentacji przestrzeni monetarnej przez quasi-monetarne funkcje kryptowalut i stablecoinów.

CBDC jako cyfrowy mur: nowa bariera regulacyjna

Kluczowe pytanie dotyczy zatem tego, jak cyfrowa waluta banku centralnego wchodzi w rezonans z tymi samymi siłami, które analizowaliśmy w kontekście ustawy Glassa-Steagalla, QE czy pokusy nadużycia. Okazuje się, że CBDC może być radykalnie nową realizacją idei separacji, technologicznie zaawansowanym echem dawnego muru. W architekturze finansowej, gdzie każdy obywatel i firma mogą utrzymywać środki bezpośrednio w banku centralnym, depozyt bankowy traci swój monopol na przechowywanie pieniądza transakcyjnego. Tym samym funkcja płatnicza zostaje częściowo odseparowana od funkcji kreacji kredytu, co stanowi technologiczny odpowiednik muru Glassa-Steagalla – tyle że wzniesiony nie między instytucjami, lecz na poziomie samej formy pieniądza.

Pieniądze wymagają murów, lecz o skuteczności tej nowej bariery zdecyduje ostatecznie architektura bodźców. Jeżeli CBDC zaprojektowano by jako instrument nieoprocentowany lub niskooprocentowany, a więc mało atrakcyjny jako wehikuł oszczędnościowy, jego rola sprowadziłaby się do cyfrowej gotówki – bezpiecznego środka dla podstawowych płatności i krótkoterminowego przechowywania wartości. W takim scenariuszu, co potwierdzają analizy szwedzkiego Riksbanku w kontekście e-korony, jego wpływ na stabilność depozytów w systemie bankowym byłby zapewne ograniczony.

Gdyby jednak CBDC stało się instrumentem w pełni konkurencyjnym wobec depozytów – atrakcyjnie oprocentowanym i powszechnie dostępnym – moglibyśmy być świadkami masowego przepływu środków z banków komercyjnych wprost do bilansu banku centralnego. Całe spektrum literatury ekonomicznej, od modeli dynamicznej równowagi ogólnej po teorię gier, ostrzega przed konsekwencjami takiego kroku. Wskazuje się tu na dwa fundamentalne zagrożenia: po pierwsze, osłabienie roli banków komercyjnych jako pośredników w akcji kredytowej, a po drugie, drastyczne zwiększenie podatności całego systemu na cyfrowy run na banki.

Centralizacja CBDC: ryzyko dla prywatności i stabilności

Wprowadzenie CBDC dotyka także sedna problemu ryzyka moralnego, czyni to jednak w sposób odmienny od klasycznych mechanizmów ratunkowych czy systemów ubezpieczeń depozytów. Tradycyjne ryzyko moralne polegało na cichym założeniu instytucji finansowych, że w razie katastrofy i tak zostaną uratowane przez państwo. W świecie z cyfrową walutą banku centralnego środek ciężkości władzy przesuwa się z banków komercyjnych w stronę banku centralnego, tworząc nową dynamikę pokus.

Można bowiem z łatwością wyobrazić sobie scenariusz, w którym podczas kryzysu bank centralny nie tylko dostarcza płynność instytucjom, lecz także zarządza bezpośrednio portfelami gospodarstw domowych. Czyniłby to poprzez precyzyjną parametryzację oprocentowania CBDC, ustalanie limitów transakcyjnych, a nawet warunkowanie użycia środków na określone cele. Z jednej strony daje to potężne narzędzie stabilizacyjne, pozwalające na chirurgiczną reakcję na szoki popytowe. Z drugiej jednak rodzi to nowy rodzaj ryzyka moralnego, tym razem po stronie aktorów politycznych: pokusę używania instrumentów pieniężnych do realizacji krótkoterminowych celów, na przykład poprzez selektywne programy transferów czy sterowanie kosztami płatności w wybranych segmentach gospodarki.

Napięcie to jest doskonale rozpoznane w twardym jądrze współczesnej myśli ekonomicznej. Coraz częściej pojawia się przekonanie, że w świecie CBDC tradycyjne rozumienie niezależności banku centralnego wymaga fundamentalnej rekonstrukcji. Niezależność ograniczona wyłącznie do ustalania stóp procentowych staje się iluzoryczna, jeżeli ta sama instytucja dysponuje możliwością kształtowania warunków płatniczych na poziomie mikroekonomicznym. W tym sensie CBDC nie jest jedynie techniczną tarczą obronną przed stablecoinami, lecz testem na zdolność do zbudowania nowej wersji kontraktu społecznego, w którym państwo zapewnia podstawową infrastrukturę pieniężną, ale swoją władzę zamyka w granicach proceduralnych reguł, a nie arbitralnej woli.

Z perspektywy globalnego biznesu, czyli zarządów i rad nadzorczych wielkich korporacji, najbardziej prawdopodobne wydają się trzy równoległe tendencje. Po pierwsze, dominować będzie model ostrożnych CBDC detalicznych, projektowanych tak, aby nie wywołać gwałtownej dezintermediacji, czyli ucieczki depozytów z banków komercyjnych. Będzie to oznaczać niskie oprocentowanie lub jego brak, limity wartości dla użytkowników oraz integrację z istniejącymi systemami bankowymi. Ten model wydaje się niemal pewny w strefie euro, gdzie EBC już dziś podkreśla, że cyfrowe euro ma uzupełniać, a nie zastępować gotówkę i depozyty.

Po drugie, równolegle rozwijać się będą CBDC hurtowe, działające w cieniu codziennych transakcji, lecz głęboko przekształcające infrastrukturę rozliczeń międzybankowych. Ta ścieżka, wspierana przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych, w połączeniu z tokenizacją aktywów i automatyzacją rozrachunku może przynieść znacznie większe zmiany w funkcjonowaniu rynków finansowych niż detaliczne portfele CBDC, choć będzie to rewolucja cicha i mniej spektakularna. Po trzecie wreszcie, narastać będzie presja polityczna na wykorzystanie CBDC jako narzędzia polityk ukierunkowanych, na przykład w zakresie inkluzji finansowej, subsydiowania zielonych inwestycji czy wspierania strategicznych sektorów.

W tle tych procesów rozgrywa się jednak spór o wiele bardziej fundamentalny. Dotyczy on tego, czy CBDC stanie się cyfrowym przedłużeniem logiki ustawy Glassa-Steagalla, czyli murem chroniącym obywatela przed nadmierną finansjalizacją, czy też przekształci się w cyfrowy panoptikon, w którym pełna obserwowalność i programowalność płatności stanie się narzędziem totalnej kontroli. Ujmując rzecz profetycznie, przyszły kształt kapitalizmu zależy od tego, czy zwycięży intuicja Hymana Minsky'ego, wedle której stabilność jest niemożliwa bez instytucjonalnych ograniczeń dla prywatnej kreacji długu, czy też przeważy wiara technooptymistów, że wystarczy więcej danych i szybsze algorytmy, aby zapanować nad ryzykiem.

CBDC można zaprojektować jako cyfrową kotwicę, która rozsądnie ogranicza dźwignię finansową, zmniejsza rolę bankowości cienia w produkcji quasi-pieniądza i daje obywatelowi gwarancję dostępu do pieniądza państwowego w świecie zdominowanym przez prywatne platformy. Można je jednak zaprojektować także jako instrument, który centralizuje władzę w stopniu dotąd nieznanym, sprawiając, że ta sama instytucja decyduje o ilości pieniądza, warunkach dostępu do niego i dopuszczalnych sposobach jego użycia. Najrozsądniejsza postawa eksperta nie polega zatem na odrzuceniu CBDC ani na bezkrytycznym entuzjazmie, lecz na roztropnym podejściu: na dążeniu do takiej architektury, w której cyfrowy pieniądz publiczny stanie się narzędziem ograniczenia starych patologii, a nie pretekstem do tworzenia nowych.

Jeżeli uda się sprzęgnąć wprowadzenie CBDC z rzeczywistym wzmocnieniem reżimów upadłościowych dla podmiotów zbyt dużych, by upaść, oraz z objęciem bankowości cienia konsekwentną regulacją, wówczas cyfrowa waluta może stać się tym, czym niegdyś była ustawa Glassa-Steagalla, ale na miarę epoki cyfrowej. Byłaby instytucjonalnym murem, który nie likwiduje niestabilności, lecz ogranicza jej amplitudę i przerzuca koszt ryzyka z powrotem na tych, którzy je świadomie podejmują. Jeżeli natomiast CBDC zostanie wprowadzone do świata, w którym stare problemy pozostaną nierozwiązane, a nowa technologia posłuży głównie do tego, by szybciej i skuteczniej ratować system przed konsekwencjami własnych błędów, wówczas zrealizuje się ciemniejsza część minskyowskiej intuicji.

Granica między tymi scenariuszami przebiega nie w kodzie źródłowym CBDC, lecz w sferze, którą Jürgen Habermas nazwałby proceduralną jednością uzasadniania. To, czy cyfrowy pieniądz państwowy stanie się narzędziem emancypacji od prywatnej finansjalizacji, czy instrumentem dyskretnego nadzoru, zależy od tego, czy reguły jego użycia zostaną wytworzone w procesie rozumnego, bezprzymusowego dyskursu publicznego, czy też w zaciszu gabinetów.

Programowalny pieniądz: adaptacja biznesu do nowych ryzyk

Z perspektywy globalnego biznesu, a więc zarządów i rad nadzorczych wielkich korporacji, najbardziej prawdopodobny splot wydarzeń układa się w trzy główne tendencje. Po pierwsze, dominować będzie model ostrożnych CBDC detalicznych, projektowanych z myślą o tym, by nie wywołać gwałtownej dezintermediacji banków, czyli masowej ucieczki depozytów do banku centralnego. Będzie to oznaczać niskie lub zerowe oprocentowanie, limity wartości dla użytkowników, a także ścisłą integrację z istniejącymi systemami bankowymi. Komunikat będzie jasny: cyfrowa waluta ma uzupełniać, a nie zastępować depozyty. Ten scenariusz wydaje się niemal pewny w strefie euro, gdzie EBC już dziś podkreśla rolę cyfrowego euro jako dopełnienia gotówki i narzędzia zachowania zaufania do pieniądza publicznego.

Po drugie, równolegle rozwijać się będą CBDC hurtowe, które pozostaną niewidoczne dla przeciętnego człowieka, ale głęboko przeobrażą infrastrukturę rozliczeń międzybankowych. Ich siła ujawni się zwłaszcza w połączeniu z tokenizacją aktywów i automatyzacją rozrachunku. Ta ścieżka, wspierana przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych, może w praktyce przynieść znacznie większe zmiany w funkcjonowaniu rynku finansowego niż detaliczne portfele CBDC, choć jej rewolucyjny potencjał pozostanie ukryty przed okiem opinii publicznej. Po trzecie wreszcie, narastać będzie presja polityczna, aby wykorzystać CBDC jako narzędzie do realizacji konkretnych celów, takich jak inkluzja finansowa, subsydiowanie zielonych inwestycji czy wspieranie wybranych sektorów gospodarki. Dla biznesu oznacza to, że strumienie płatności publicznych mogą być coraz silniej sprzęgnięte z celami polityki klimatycznej, społecznej i przemysłowej.

W tle tych technicznych i politycznych manewrów rozgrywa się jednak spór o wiele bardziej fundamentalny. Dotyczy on tego, czy CBDC stanie się cyfrowym przedłużeniem logiki ustawy Glass-Steagall, a więc murem chroniącym obywatela przed nadmierną finansjalizacją, czy też przekształci się w cyfrowy panoptykon, w którym pełna obserwowalność i programowalność płatności stanie się narzędziem totalnej kontroli. Profetycznie rzecz ujmując, przyszły kształt kapitalizmu zależy od tego, czy zwycięży intuicja Hymana Minsky'ego, wedle której stabilność jest niemożliwa bez

instytucjonalnych ograniczeń dla prywatnej kreacji długu, czy też przeważy wiara technooptymistów, że wystarczy więcej danych i szybsze algorytmy, aby zapanować nad ryzykiem.

CBDC można bowiem zaprojektować na dwa skrajnie różne sposoby. Może być cyfrową kotwicą, która rozsądnie ogranicza dźwignię finansową, zmniejsza rolę bankowości cienia w produkcji quasi-pieniądza i daje obywatelowi elementarną gwarancję dostępu do pieniądza państwowego w świecie zdominowanym przez prywatne platformy. Można je jednak zaprojektować także jako instrument, który centralizuje władzę w stopniu dotąd nieznanym, sprawiając, że ta sama instytucja decyduje o ilości pieniądza, warunkach dostępu do niego i dopuszczalnych sposobach jego użycia. W tym sensie najrozsądniejsza postawa, jaka pozostaje ekspertowi i praktykowi biznesu, nie polega na odrzuceniu CBDC ani na bezkrytycznym entuzjazmie, lecz na roztropnym realizmie: na dążeniu do takiej architektury, w której cyfrowy pieniądz publiczny stanie się narzędziem ograniczenia starych patologii, a nie pretekstem do tworzenia nowych.

Jeżeli uda się sprzęgnąć wprowadzenie CBDC z rzeczywistym wzmocnieniem reżimów upadłościowych dla podmiotów zbyt dużych, by upaść, z funkcjonalną separacją ryzykownych działa

> Czy cyfrowa rewolucja finansowa przyniesie nam stabilność, czy jedynie nowe formy kontroli? Czy pieniądz publiczny, uwolniony od okowów bankowości komercyjnej, stanie się gwarancją emancypacji, czy też narzędziem dyskretnego nadzoru nad każdym naszym ruchem? Odpowiedź na to pytanie zadecyduje o przyszłości kapitalizmu, zawieszonego między marzeniem o wolności a pokusą totalnej kontroli.

Inspiracje

[1] **"Crisis Economics"** Nouriel Roubini, Stephen Mihm

2010 | The Penguin Press

Nouriel Roubini to ekonomista znany z przewidywania kryzysu finansowego z 2008 roku. Jest emerytowanym profesorem Uniwersytetu Nowojorskiego Stern. Pełnił funkcję w Radzie Doradców Ekonomicznych Białego Domu oraz w Departamencie Skarbu USA. Jest współzałożycielem Roubini Global Economics.

***Nouriel Roubini** is an economist known for predicting the 2008 financial crisis. He is Professor Emeritus at NYU Stern. He has served in the White House Council of Economic Advisors and the U.S. Treasury. He co-founded Roubini Global Economics.*

NYU Stern School of Business; Roubini Macro Associates

Stephen Mihm jest historykiem specjalizującym się w amerykańskiej historii gospodarczej, politycznej i kulturowej. Jest autorem książki „A Nation of Counterfeiters" i współautorem książki „Crisis Economics". Jest felietonistą w Bloomberg Opinion i wykłada na Uniwersytecie Georgii.

***Stephen Mihm** is a historian specializing in American economic, political, and cultural history. He is the author of 'A Nation of Counterfeiters' and co-author of 'Crisis Economics'. He is a columnist for Bloomberg Opinion and teaches at the University of Georgia.*

University of Georgia

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:



[1] **"Bailouts or Bail-Ins: Responding to Financial Crises in Emerging Markets"**

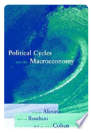
Nouriel Roubini, Brad Setzer

2004 | Peterson Institute for International Economics

[2] **"New International Financial Architecture"**

Nouriel Roubini, Marc Uzan

2006



[3] **"Political Cycles and the Macroeconomy"**

Nouriel Roubini, Alberto Alesina, Gerald D. Cohen

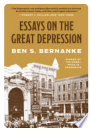
1997 | MIT Press | ISBN: 9780262510943

[4] **"MegaThreats: Ten Dangerous Trends That Imperil Our Future, And How to Survive Them"**

Nouriel Roubini

2022 | Little Brown

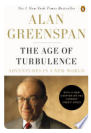
Literatura pokrewna (Google Scholar):



[5] **"Essays on the Great Depression"**

Ben Bernanke

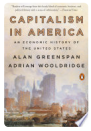
2024 | Princeton University Press | ISBN: 9780691259666



[6] **"The Age of Turbulence: Adventures in a New World"**

Alan Greenspan

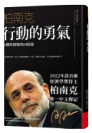
2008 | Penguin | ISBN: 9781440635694



[7] **"Capitalism in America: An Economic History of the United States"**

Alan Greenspan, Adrian Wooldridge

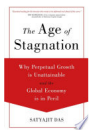
2019 | Penguin | ISBN: 9780735222465



[8] **"The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath"**

Ben Bernanke

2022 | W. W. Norton & Company | ISBN: 9786267014899



[9] **"From Financial Crisis to Stagnation: The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics"**

Thomas Palley

2016 | Prometheus Books | ISBN: 9781633881587



[10] **"Between Facts and Norms: Contributions to a Discourse Theory of Law and Democracy"**

Jürgen Habermas

2018 | John Wiley & Sons | ISBN: 9780745692432

[11] **"The Shifts and the Shocks: What We've Learned--and Still Have to Learn--From the Financial Crisis"**

Martin Wolf

2014 | Penguin Press

[12] **"Research Handbook on Shadow Banking"**

Chiu and MacNeil (Editors)

2023 | Edward Elgar Publishing



[13] **"Taming the Megabanks: Why We Need a New Glass-Steagall Act"**

Arthur E. Wilmarth Jr.

2020 | Oxford University Press | ISBN: 9780190260729

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] **"Imbalances over the Pacific"**

Soyoung Kim, Jaewoo Lee

2015 | Journal of Macroeconomics

[2] **"Fiscal deficits and the socioeconomic consequences of rebalancing: Insights from a TVP-VAR with stochastic volatility"**

Binh Thai Pham, Hector Sala

2023 | Australian Economic Papers

[3] **"The Impact of Shadow Banking on the Financial Stability: Evidence from G20 Countries"**

Mehran Zarei, Marziyeh Esfandiari, Seyed Hossein Mirjalili

2021 | Journal of Money and Economy

[4] **"How Do Quantitative Easing and Tightening Affect Firms?"**

Egemen Eren, Denis Gorea, Daojing Zhai

2025 | BIS Working Papers

[5] **"Statement to Congress, February 21, 1989(monetary policy)"**

Alan Greenspan

1989 | Federal Reserve Bulletin

[6] **"Gold & Economic Freedom"**

Alan Greenspan

1966 | The Objectivist

[7] **"Shadow Banking"**

Zoltan Pozsar

2017 | Taylor & Francis eBooks

Google Scholar

[8] **"The Nonbank-Bank Nexus and the Shadow Banking System"**

Zoltan Pozsar, Manmohan Singh

2011 | IMF Working Paper

Google Scholar

[9] **"Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression"**

Ben S. Bernanke

1983 | American Economic Review

[10] **"The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission"**

Ben S. Bernanke, Alan S. Blinder

1992 | American Economic Review

[11] **"The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?"**

Claudio Borio

2014 | Journal of Banking & Finance

Google Scholar

[12] **"Whither inflation targeting as a global monetary standard?"**

Claudio Borio

2024 | BIS Working Papers

Google Scholar

[13] **"Quantitative easing: a Keynesian critique"**

Thomas Palley

2011 | investigación económica

[14] **"Securitization, bank behaviour and financial stability: A systematic review of the recent empirical literature"**

Alper Kara, David Marques-Ibanez, Steven Ongena

2016 | Journal of Financial Stability

[15] **"The Macroeconomics of Central-Bank-Issued Digital Currencies"**

John Barrdear, Michael Kumhof

2022 | Journal of Economic Dynamics and Control

Google Scholar

[16] **"Central bank digital currencies — Design principles for financial stability"**

Michael Kumhof, Clare Noone

2021 | Economic Analysis and Policy

Google Scholar

[17] **"Shadow Banking and Securities Law"**

Hilary J. Allen, Andrew Verstein

2024 | Stanford Law Review

Google Scholar

[18] **"Moral Consciousness and Communicative Action"**

Jürgen Habermas

1993 | The Philosophical Quarterly

[19] **"On Law and Disagreement. Some Comments on “Interpretative Pluralism”"**

Jürgen Habermas

2003 | Ratio Juris

[20] **"Shadow Banking and Securitization"**

Manmohan Singh, Peter Stella

2012 | IMF Working Papers

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[21] **"What caused the Asian currency and financial crisis?"**

G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini

1999 | Japan and the World Economy

[22] **"Political and economic determinants of budget deficits in the industrial democracies"**

N. Roubini, J.D. Sachs

1989 | European Economic Review

[23] **"Financial repression and economic growth"**

N. Roubini, X. Sala-i-Martin

1992 | Journal of Development Economics

Tekst opracowany z udziałem sztucznej inteligencji.
Redakcja i kontrola merytoryczna: Fundacja Dobre Państwo.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 86871579-7247-4b25-a93b-2e7388f709dd