MMT i Warren Mosler: nowa ontologia pieniądza fiducjarnego

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi głęboką analizę Nowoczesnej Teorii Monetarnej (MMT) w ujęciu Warrena Moslera, rzucając wyzwanie tradycyjnemu postrzeganiu finansów publicznych. Autor wyjaśnia, że państwo jako suwerenny emitent waluty nie podlega ograniczeniom budżetowym typowym dla gospodarstw domowych. Kluczowym elementem wywodu jest ontologia pieniądza fiducjarnego, który funkcjonuje jako kredyt podatkowy. Tekst szczegółowo omawia mechanizm, w którym to podatki napędzają popyt na walutę, a nie służą do finansowania wydatków rządu. Czytelnik pozna koncepcję IRMA, zasady działania systemu floor w bankowości oraz dowie się, jak zarządzanie rezerwami wpływa na stopy procentowe. To niezbędna lektura dla osób pragnących zrozumieć operacyjną rzeczywistość współczesnej bankowości centralnej i polityki fiskalnej, wykraczającą poza moralny folklor długu publicznego i ograniczenia narzucone przez przestarzałe paradygmaty ekonomiczne, które dominują w debacie publicznej.

This article provides an in-depth analysis of Warren Mosler's Modern Monetary Theory (MMT), challenging traditional understandings of public finance. The author explains that the state, as a sovereign issuer of currency, is not subject to the budget constraints typical of households. A key element of the argument is the ontology of fiat money, which functions as a tax credit. The text details the mechanism by which taxes drive demand for currency rather than being used to finance government spending. The reader will learn about the concept of IRMA, the principles of the banking floor, and how reserve management affects interest rates. This is essential reading for those seeking to understand the operational reality of contemporary central banking and fiscal policy, beyond the moral folklore of public debt and the constraints imposed by outdated economic paradigms that dominate public debate.

Artykuł analizuje Nowoczesną Teorię Monetarną (MMT) Warrena Moslera, która rewolucjonizuje myślenie o pieniądzu fiducjarnym. MMT kwestionuje konwencjonalne

przekonanie, że państwo jest jedynie użytkownikiem waluty, argumentując, że jako jej emitent, podlega ono innym zasadom niż gospodarstwo domowe. Teoria ta, choć zyskuje na popularności w kręgach bankowości centralnej, napotyka opór ekonomistów głównego nurtu, ponieważ podważa tradycyjne rozumienie długu publicznego i roli deficytu. Autor analizuje kluczowe tezy MMT, takie jak zależność waluty od podatków, a nie finansowania wydatków, oraz rolę długu publicznego jako narzędzia kontroli stóp procentowych. Artykuł konfrontuje MMT z krytyką, zwłaszcza ze strony fiskalnej teorii poziomu cen (FTPL), która podkreśla realne ograniczenia inflacyjne i znaczenie wiarygodności fiskalnej. Ostatecznie, tekst dąży do rozdzielenia operacyjnych spostrzeżeń MMT od potencjalnych nadużyć ideologicznych, ukazując złożoność relacji między pieniądzem, polityką i gospodarką.

SŁOWA KLUCZOWE

MMT | Warren Mosler | pieniądz fiducjarny | kredyt podatkowy | IRMA | suwerenność monetarna | deficyt budżetowy | kreacja pieniądza | rezerwy bankowe | stopa procentowa | obligacje skarbowe | system floor | mnożnik pieniężny | polityka fiskalna | dług publiczny

Budżet państwa: fałszywa analogia do portfela domowego

W systemie pieniądza fiducjarnego, gdzie waluta nie jest obietnicą wymiany na złoto, lecz uprzywilejowanym przez państwo narzędziem rozliczeń, najczęstszy błąd popełniany przez wykształconych ekonomistów nie dotyczy rachunków. Jest to błąd kategorialny, polegający na tym, że państwo opisuje się językiem gospodarstwa domowego, tak jakby emitent waluty był zaledwie jednym z wielu użytkowników własnego pieniądza. Z tej pomyłki rodzi się cały folklor moralny polityki fiskalnej, od corocznego rytuału budżetowego w roli mszy żałobnej nad deficytem, po jałowe spory, w których liczba zer w długu publicznym zastępuje myślenie o realnych zasobach gospodarki. Nowoczesna Teoria Monetarna (MMT), z Warrenem Moslerem jako jej najbardziej prowokacyjnym głosem, wkłada kij w to mrowisko. Dla jednych jest to wyzwolenie z hipnozy, dla drugich – bluźnierstwo wobec religii rynku.

Co ciekawe, linia sporu nie przebiega tu wcale między lewicą a prawicą ani nawet między akademią a biznesem. Starcie toczy się między dwiema fundamentalnie różnymi logikami. Pierwsza traktuje pieniądz jako neutralną zasłonę, która jedynie ułatwia wymianę realnych dóbr i usług. Druga postrzega go jako instytucję, która aktywnie kształtuje same warunki wymiany, zatrudnienia i stabilności cen. W tej perspektywie warto uporządkować kilka kluczowych tez Moslera, które powracają w jego pracach jak refren. Tezy te spotykają się dziś z ambiwalentnym przyjęciem: częściowo wchłonęła je literatura operacyjna banków centralnych, odrzuciła ekonomia głównego nurtu, a skomercjalizował globalny biznes, adaptując je do własnych praktyk finansowych.

U Moslera pieniądz fiducjarny, rozumiany jako kredyt podatkowy, nie jest pojęciem metafizycznym, lecz brutalnie technicznym i prawnym. Państwo nie buduje popytu na swoją walutę siłą perswazji czy estetyką banknotów, ale przez prosty akt przymusu: ustanowienie obowiązku podatkowego i określenie, że tylko w tej jednej, konkretnej walucie można go wypełnić. Pieniądz jest o tyle pieniądzem, o ile jest środkiem umorzenia zobowiązania wobec władzy publicznej. Choć myśl tę można znaleźć u chartalistów i postkeynesistów, Mosler przekuwa ją w ostre narzędzie analityczne. Skoro podatki płaci się w walucie państwa, sektor prywatny musi ją najpierw zdobyć, bo alternatywą jest sankcja. Stąd bierze się jego słynne hasło: podatki napędzają walutę, a nie finansują wydatków.

Sens tej tezy jest drażliwy, bo uderza w świętość, prowokując oskarżenia o nawoływanie do fiskalnej orgii. Tymczasem jest to zdanie o kolejności operacji, nie o ich skali. Rząd musi najpierw wprowadzić pieniądz do obiegu poprzez wydatki, aby ktokolwiek mógł nim później zapłacić podatek. Dopiero wtedy może ten pieniądz z obiegu wycofać, umarzając zobowiązanie podatkowe. Gdy zdejmiemy z tego procesu moralizatorską mgłę i spojrzymy nań przez pryzmat księgowości, obraz staje się prostszy, choć dla niektórych wciąż oburzający. Wydatki państwa w systemie fiducjarnym to, z technicznego punktu widzenia, dopisanie liczb do rachunków bankowych. Podatki to operacja odwrotna: wymazanie tych liczb, co redukuje prywatną siłę nabywczą i usuwa część pieniądza z gospodarki.

W tym właśnie punkcie MMT paradoksalnie spotyka się z instytucjonalnym realizmem bankowości centralnej. Bank Anglii w słynnym tekście o kreacji pieniądza stwierdził coś, co powinno było zakończyć wojnę o mnożnik pieniężny, ale jej nie zakończyło, bo mity żyją dłużej niż fakty. W nowoczesnej gospodarce to banki komercyjne tworzą pieniądz w postaci depozytów, udzielając kredytów, a nie mechanicznie mnożąy rezerwy banku centralnego. „Banki nie działają wyłącznie jako pośrednicy ani nie multiplikują pieniądza banku centralnego”, pisze Bank Anglii, wskazując, że w praktyce to kredyt kreuje depozyt, a nie odwrotnie. Ta obserwacja, powtarzana dziś w

podręcznikach i raportach, stała się czymś w rodzaju oficjalnej herezji: wszyscy ją formalnie przyjmują, lecz niewielu rozumie jej fundamentalne konsekwencje.

Podatki wymuszają popyt na walutę fiducjarną

Jeżeli pieniądz fiducjarny jest, jak chce Mosler, tytułem do umorzenia zobowiązania podatkowego, to z tej definicji rodzi się konsekwencja, która brzmi jak paradoks, a jest jedynie żelazną logiką. Państwo, nakładając podatek płatny wyłącznie w swojej walucie, wytwarza na nią popyt – bez niej bowiem nie da się uniknąć sankcji. Następnie, wydając tę walutę, dostarcza sektorowi prywatnemu narzędzia, którymi ten może się z nim ostatecznie rozliczyć. Na koniec, pobierając podatek, państwo usuwa część waluty z obiegu, redukując prywatną siłę nabywczą i domykając obieg. W tej triadzie podatki, wydatki i rozliczenie nie są więc trzema osobnymi strumieniami, lecz fazami jednego, zamkniętego mechanizmu. Mosler mówi zatem, że w logice emitenta waluty pytanie „czy państwo ma pieniądze?" jest nonsensem. To tak, jakby pytać, czy sąd ma wyroki, skoro jest instytucją powołaną do ich wydawania. Sens ma inne pytanie, o którym rządy lubią zapominać, bo jest trudniejsze: jakie realne zasoby zostaną uruchomione za pomocą tych znaków i jaką strukturę cen państwo wytworzy, wydając, opodatkowując i regulując.

Tu właśnie trzeba przywołać Keynesa, nie jako ikonę, lecz jako diagnostę instytucjonalnej psychologii. W zdaniu, które w polskim tłumaczeniu krąży jako maksyma, pisał: „Trudność nie polega na nowych ideach, lecz na ucieczce od starych". Jego ostrze wymierzone jest precyzyjnie w rytuał budżetowy, w którym deficyt odgrywa rolę grzechu pierworodnego, a nie parametru koordynacji oszczędności i inwestycji. Z tej perspektywy MMT jest próbą ucieczki od starej idei, że państwo jest tylko użytkownikiem waluty, a więc musi ją najpierw zdobyć, zanim wyda. To akt pojęciowej higieny. Kiedy jednak ta higiena staje się programem politycznym, pojawia się pokusa, by w miejsce porzuconej moralności deficytu wstawić nową moralność suwerenności. Zupełnie jakby samo słowo „suwerenność" miało moc anulowania konfliktów o dystrybucję, inflację i instytucje. Tymczasem suwerenność monetarna jest warunkiem możliwości, a nie gwarancją jakości.

Najostrzej widać to na przykładzie IRMA. Mosler postuluje, by dług publiczny przemianować na „konto utrzymania stóp procentowych", ponieważ w systemie, gdzie bank centralny steruje stopą, emisja obligacji jest funkcją zarządzania płynnością, a nie pozyskiwania środków. Teza ta jest operacyjnie niezwykle przekonująca, zwłaszcza w świecie obfitych rezerw. Wystarczy sięgnąć do publicznych materiałów banków centralnych, które opisują stopę od rezerw jako podłogę dla rynku pieniężnego, a operacje repo jako instrument stabilizacji. Jeśli rynek wie, że bank centralny broni

tego korytarza stóp, to „dług” faktycznie zaczyna przypominać narzędzie polityki monetarnej, a nie skarbonkę na wydatki.

Ale w tym samym momencie trzeba powiedzieć coś, co jest niewygodne dla apologetów MMT, a elementarne dla każdego finansisty. Obligacja skarbowa to nie tylko instrument do sterowania stopami. Jest ona także podstawowym aktywem zabezpieczającym w całym systemie finansowym, fundamentem transakcji repo, standardem wyceny wolnej od ryzyka, materiałem konstrukcyjnym bilansów banków, funduszy i ubezpieczycieli. Jest wreszcie kulturowym znakiem wiarygodności państwa. Nazwa IRMA opisuje jedną z funkcji, ale nie unieważnia pozostałych. W globalnym biznesie, w miarę jak rośnie rola zabezpieczeń, rośnie też rola państwowych papierów jako kluczowej infrastruktury.

Wydatki poprzedzają wpływy: realny cykl fiskalny

Drugi punkt na mapie to postrzeganie wydatków publicznych jako aktu pierwotnego wobec podatków. Jeśli państwo jest suwerennym emitentem waluty, to logiczną koniecznością jest, aby najpierw wprowadziło ją do obiegu, zanim ktokolwiek będzie w stanie zapłacić nią podatek. Ten fakt, z perspektywy księgowości banku centralnego wręcz banalny, okazuje się rewolucyjny dla moralnej narracji o deficycie. Wydatki państwa stają się aktem kreacji dochodu sektora prywatnego, a podatki – aktem jego redukcji. Deficyt przestaje być brakiem czy dziurą; jest po prostu arytmetyczną różnicą między tym, co państwo do gospodarki wprowadziło, a tym, co z niej usunęło. Różnica ta znajduje swoje lustrzane odbicie w oszczędnościach sektora prywatnego, co oznacza, że publiczny deficyt i prywatna nadwyżka to dwie strony tego samego księgowego medalu. W tym momencie kończy się przestrzeń dla moralizacji liczb, a zaczyna pole dla chłodnej analizy struktury dochodów i oszczędności w skali całej gospodarki.

Trzeci element tej układanki to rezerwy bankowe i polityka stopy procentowej. Skoro wydatki publiczne zasilają system depozytami i rezerwami, a podatki je drenują, to równowaga na rynku pieniężnym nie jest grą o ilość pieniądza, lecz o jego cenę – stopę procentową. Bank centralny, chcąc utrzymać kontrolę nad kluczową stopą jednodniową, musi elastycznie dostosowywać podaż rezerw do zapotrzebowania systemu bankowego. Popyt na rezerwy jest bowiem w krótkim terminie nieelastyczny, a ich niedobór groziłby paraliżem systemu płatniczego. Z tej technicznej konieczności rodzi się reżim, w którym bank centralny jest cenotwórcą na rynku pieniądza, a nie jego ilościowym reglamentatorem. W takich warunkach klasyczny mnożnik pieniężny traci sens jako opis rzeczywistości, gdyż to kredyt kreuje depozyt, a rezerwy dostarczane są ex post jako funkcja utrzymania celu stopy procentowej. Fakt ten, potwierdzany dziś w oficjalnych publikacjach

banków centralnych, nie jest już herezją, lecz wiedzą instytucjonalną, która w debacie publicznej wciąż funkcjonuje na prawach tajemnicy poliszynela.

Czwarty przystanek to dług publiczny, odarty z mitów i sprowadzony do roli technicznego instrumentu utrzymania stóp procentowych (IRMA). Skoro deficyt generuje w systemie bankowym nadwyżkowe rezerwy, które bez interwencji spychałyby stopę jednodniową do zera, to emisja obligacji staje się operacją monetarną. Jest to sposób zamiany nieoprocentowanych rezerw na oprocentowane aktywa, co pozwala bankowi centralnemu utrzymać stopy na pożądanym poziomie. W tym ujęciu obligacja skarbowa nie finansuje wydatków, lecz sterylizuje nadpłynność i stabilizuje warunki na rynku pieniężnym. Ta funkcja jest dziś widoczna jak na dłoni, gdy w świecie obfitych rezerw dług publiczny stał się kluczową infrastrukturą rynku repo, a nie dowodem fiskalnej winy. Trzeba jednak, by nie popaść w dogmatyzm, podkreślić, że IRMA to tylko jedna z funkcji długu, która nie wyczerpuje jego roli jako aktywa zabezpieczającego, punktu odniesienia dla wyceny ryzyka czy nośnika wiarygodności państwa. MMT nie unieważnia finansów, lecz zmienia ich język, co jest operacją ryzykowną, bo język zawsze jest narzędziem władzy.

Ostatni, piąty moment to zderzenie z rzeczywistością: inflacja jako granica realna, nie finansowa. Skoro państwo-emitent własnej waluty zawsze może dokonać płat

Mit mnożnika: kredyty tworzą depozyty bankowe

I tu właśnie, w sposób paradoksalny, MMT spotyka się z instytucjonalnym realizmem bankowości centralnej. Bank Anglii w słynnym tekście o kreacji pieniądza stwierdził coś, co powinno było zakończyć wojnę o mnożnik pieniężny. Nie zakończyło, bo mity żyją dłużej niż prawda: w nowoczesnej gospodarce to banki komercyjne tworzą pieniądz w postaci depozytów, udzielając kredytów. Nie jest tak, że mechanicznie multiplikują one bazę monetarną banku centralnego. „Banki nie działają wyłącznie jako pośrednicy ani nie multiplikują pieniądza banku centralnego” – pisze Bank Anglii, wskazując, że w praktyce to kredyt kreuje depozyt, a nie odwrotnie. Ta obserwacja, powtarzana dziś w podręcznikach i raportach, stała się czymś w rodzaju oficjalnej herezji: dogmatu, który wszyscy akceptują, lecz niewielu rozumie jego konsekwencje.

Mosler idzie jednak o krok dalej. Wprowadza nie tylko krytykę mnożnika, lecz także całkowite odwrócenie przyczynowości w polityce monetarnej. To nie wielkość rezerw w systemie dyktuje, ile banki mogą pożyczyć. Jest dokładnie odwrotnie: to akcja kredytowa i codzienne rozliczenia generują popyt na rezerwy, a bank centralny – jeśli nie chce ryzykować zapaści całego systemu płatniczego – musi te rezerwy dostarczyć na warunkach spójnych ze swoją docelową stopą procentową. W tym punkcie MMT i praktyka nowoczesnych banków centralnych, zwłaszcza w

systemie typu floor (podłogowym) opartym na oprocentowaniu rezerw, stykają się w sposób niewygodny dla tradycjonalistów. Jeśli bank centralny płaci odsetki od rezerw, to tym samym ustala dolną granicę dla stóp procentowych na rynku. Czyni to poprzez administracyjne ustalenie stopy, a nie przez reglamentację podaży pieniądza, co potwierdzają materiały Rezerwy Federalnej opisujące tę praktykę jako kluczowe narzędzie polityki monetarnej.

Na tym tle propozycja Moslera, by dług publiczny nazywać Kontem Utrzymania Stopy Procentowej (IRMA), przestaje być ekscentrycznym dziwactwem. Staje się prowokacją godną prawnika, który mówi: nazywajmy rzeczy zgodnie z ich faktyczną funkcją, a nie według historycznej tradycji. IRMA ma uświadomić, że emisja obligacji skarbowych w systemie pieniądza fiducjarnego jest przede wszystkim narzędziem służącym do utrzymania stopy procentowej powyżej zera, a nie sposobem na pozyskiwanie pieniędzy – tak jak gdyby państwo musiało najpierw pożyczyć własne znaki płatnicze, by móc je potem wydać. Teza brzmi radykalnie, ale jej techniczny rdzeń jest wpisany w codzienność banków centralnych, które od czasu kryzysu finansowego zarządzają nadmiarem rezerw, a nie ich niedoborem. Spór o to, czy państwo „finansuje się" długiem, jest więc sporem o język, a nie o operacje. Różnica w języku nie jest jednak błahostką, bo to właśnie język legitymizuje politykę. Gdy obligacje opisuje się jako konieczność finansowania wydatków, polityka fiskalna tonie w moralizatorskiej mgle i jest krępowana instytucjonalnie. Gdy jednak widzimy w nich narzędzie zarządzania stopą procentową, dyscyplina przenosi się z liczb na realne ograniczenia gospodarki: inflację, podaż, logistykę, kompetencje, energię i surowce.

IRMA: rezerwy bankowe zamiast pożyczania kapitału

Skoro przyjęliśmy, że pieniądz fiducjarny jest najpierw instytucją prawną, a dopiero potem „rzeczą" ekonomiczną, musimy wykonać drugi krok: zburzyć kolejną wygodną iluzję. Chodzi o przekonanie, że obligacja skarbowa to akt pozyskiwania środków, jak gdyby państwo, niczym zwykły klient banku, musiało najpierw zdobyć pieniądze, by móc je wydać. W rzeczywistości, we współczesnej praktyce polityki pieniężnej, obligacja jest instrumentem do zarządzania stopą procentową, płynnością i strukturą terminową. Stanowi element architektury rynku pieniężnego, a nie moralny dowód winy fiskalnej. Właśnie to miał na myśli Warren Mosler, tworząc termin IRMA (Interest Rate Maintenance Account), który wielu odbiera jako chwyt retoryczny, podczas gdy jest to próba prawniczej precyzji: jeśli pojęcie zaciemnia funkcję, trzeba je wyrzucić, nawet jeśli zdobi je stuletnia tradycja.

W systemie, gdzie bank centralny steruje ceną pieniądza poprzez stopy administrowane, zwłaszcza stopę od rezerw, i utrzymuje przy tym reżim ich obfitości, problem „finansowania" wydatków

państwa staje się operacyjnie wtórny. Problemem pierwotnym jest natomiast kontrola krótkoterminowej stopy procentowej – decyzja, czy ma ona osuwać się do podłogi korytarza, czy też utrzymywać się powyżej niej. Dlatego tak znamienne jest, że nawet instytucje dalekie od szkoły MMT wprost opisują dzisiejsze ramy operacyjne w kategoriach podłogi i sufitu. Wskazują, że stopa od rezerw wyznacza dolną granicę, a instrumenty repo, takie jak Standing Repo Facility, czyli stała linia pożyczkowa dla banków, pełnią rolę sufitu, ograniczając presję na wzrost stóp w warunkach napięć płynnościowych. Nowojorski Fed wprost pisze, że operacje te pomagają ustanowić sufit dla stóp jednodniowych, dając rynkowi alternatywę, gdy presja pcha cenę pieniądza w górę. Podobnie Bank Rozrachunków Międzynarodowych relacjonuje, że obfitość rezerw w połączeniu z repo facility zapewnia silną kontrolę nad stopami. Zestawiając tę techniczną mowę bankierów centralnych z moslerowskim opisem IRMA, widzimy, że spór dotyczy głównie tego, czy wolno nazwać rzecz po imieniu, czy też należy podtrzymywać fikcję, że państwo pożycza, by wydać.

W tym miejscu należy wprowadzić rozróżnienie, które stało się kluczowe po latach obfitej płynności i które jest zarazem najczęstszym źródłem nieporozumień w debacie o MMT. Czym innym jest bowiem twierdzenie, że emitent waluty nie jest ograniczony finansowo w sensie technicznej zdolności do rozrachunku, a czym innym teza, że nie jest on ograniczony ekonomicznie, społecznie i politycznie w sensie skutków swoich decyzji. Mosler, mówiąc o niemożności bankructwa we własnej walucie, trafia w ten pierwszy wymiar, a jego teza jest bliska temu, co praktycy rynku pieniężnego wiedzą od dawna: bank centralny musi być dostawcą rezerw, jeśli chce utrzymać kontrolę nad stopami procentowymi. Jednak drugi wymiar – inflacja, kurs walutowy, dystrybucja bogactwa i zaufanie do instytucji – to pole, na którym MMT bywa zarówno niesprawiedliwie atakowana, jak i naiwnie fetowana. Niesprawiedliwie, gdy zarzuca się jej obietnicę darmowego obiadu, podczas gdy wprost wskazuje inflację jako realne ograniczenie. Naiwnie, gdy jej zwolennicy zakładają, że skoro ograniczenie jest realne, to zawsze da się je obejść jakąś operacyjną sztuczką.

Emitent vs użytkownik: granice suwerenności monetarnej

W optyce MMT wypłacalność państwa staje się pojęciem dwuosiowym, co stanowi kluczowy punkt, w którym myśl Moslera bywa notorycznie przeinaczana. Jedna oś dotyczy nominalnej wypłacalności we własnej walucie, druga zaś dotyczy zdolności do utrzymania realnej wartości tej waluty w obliczu twardych ograniczeń gospodarczych. Suwerenny emitent niewymienialnej waluty o płynnym kursie zawsze może dokonać płatności, o ile nie nałoży na siebie samobójczych prawnych lub politycznych kajdan, które zdegradują go do roli użytkownika własnego pieniądza.

Nie oznacza to jednak, że może płacić w sposób ekonomicznie obojętny. Owszem, może zapłacić, ale ceną może być inflacja, dewaluacja, utrata zaufania, destabilizacja oczekiwań czy redystrybucja nieakceptowalna społecznie. W tym sensie słynna formuła Moslera o niemożności bankructwa jest prawdziwa jako zdanie o technicznych możliwościach rozrachunkowych, lecz nie jest pełnym zdaniem o dobrostanie gospodarki. I tu właśnie zaczyna się spór o to, czy MMT jest opisem rzeczywistości, programem politycznym, czy – jak chcą krytycy – jedynie retorycznym narzędziem do usprawiedliwiania deficytu.

Słynne „włoskie objawienie" (Italian Epiphany) pełni w narracji Moslera funkcję anegdoty o odkryciu przepaści między pozorem a faktyczną operacją. Jest rok 1992, Włochy toną w obawach o bankructwo, spready na obligacjach szybują, a pewien praktyk z funduszu hedgingowego nagle dostrzega absurd: rynek wycenia państwo gorzej niż korporacje. Tak jakby państwo było dłużnikiem bez drukarki, a korporacja – emitentem waluty. Mosler jedzie więc do Rzymu i pyta urzędnika, Luigiego Spaventę, czy emisja obligacji służy zdobyciu lirów, czy raczej obronie stopy procentowej na rynku międzybankowym. Odpowiedź urzędnika, który zna mechanikę rezerw, a nie moralność deficytu, ma w tej anegdocie moc objawienia. W krążących w środowisku MMT wersjach opowieść kończy się praktycznym wnioskiem i zyskiem, a zarazem narodzinami „Soft Currency Economics" – próby przekucia tej operacyjnej intuicji w spójny traktat.

Jako anegdota historia ta jest piękna, ponieważ pokazuje moment, w którym abstrakcja zostaje oswojona przez twardą księgowość. Humor abstrakcji polega tu na tym, że rzekomo najtwardszy świat finansów okazuje się areną dziecięcego błędu. Gracze boją się, że bankierowi w Monopolu zabraknie banknotów, choć ten siedzi obok drukarni. Tyle że w dorosłej wersji tej gry dochodzą jeszcze kursy walutowe, przepływy kapitału i reżimy polityczne, które potrafią uczynić z bankiera zakładnika. Dlatego ta sama anegdota jest dla krytyków MMT dowodem na retoryczną sztuczkę, a dla sympatyków – na wyzwolenie z fetyszu długu. Ktoś, kto chciałby wydestylować z tej historii naukę, musi ją sformułować ostrożniej, ale i ambitniej: kryzysy zadłużenia w państwach z własną walutą bywają kryzysami płynności, kursu, zaufania i instytucji, a nie kryzysami braku pieniądza. Ta różnica jest wszystkim.

Współczesna recepcja MMT rozpięta jest zatem między trzema porządkami. W praktyce bankowości centralnej wiele jej elementów, jak opis endogenicznego pieniądza czy implementacja stóp procentowych, zostało de facto przyjętych – czasem wprost, czasem bez przyznania się do źródła. W świecie akademickim MMT traktuje się albo jako postkeynesowski wariant chart

Włoska lekcja Moslera: brak ryzyka niewypłacalności

Włoskie objawienie nie jest więc legendą o cudownym przejrzeniu na oczy, lecz chłodną lekcją anatomii rynkowej. Uczy, jak łatwo rynek myli wypłacalność operacyjną z instytucjonalną, a także jak notorycznie miesza ryzyko niewypłacalności dłużnika z ryzykiem kursu walutowego i ryzykiem zmiany reżimu politycznego. Rok 1992 był przecież epoką tektonicznych napięć wokół europejskich mechanizmów kursowych. Kryzys ERM przypomina, że nawet państwo będące suwerennym emitentem waluty może dać się wciągnąć w pułapkę zobowiązań, które odbierają mu suwerenność w praktyce, zanim jeszcze zostanie ona ograniczona w prawie.

Dlatego Mosler, odróżniając lirę od euro, nie wskazuje na techniczny detal, lecz na fundamentalną zmianę statusu: przejście od suwerennego emitenta do zależnego użytkownika waluty. W strefie euro państwo traci pełną zdolność rozrachunkową, jaką daje własna mennica, a jego wypłacalność staje się funkcją decyzji instytucji ponadnarodowych, kaprysów rynkowej percepcji i skomplikowanej architektury wsparcia. To właśnie ten grzech pierworodny sprawia, że w europejskich debatach powraca temat wspólnego bezpiecznego aktywa i unijnej zdolności fiskalnej. Bez nich strefa euro pozostaje konstrukcją niestabilną, w której suwerenność monetarna jest scentralizowana, a odpowiedzialność za długi – rozproszona. Jak wskazuje VoxEU w analizie z końcówki 2015 roku, ambicje finansowania wspólnych celów poprzez obligacje ponadnarodowe rozbijają się o problemy koordynacji i niejasną rolę EBC. Rynek, w swojej nieustannej nerwowości, wciąż rozgląda się za kimś, kto jest faktycznym gwarantem bezpieczeństwa – za prawdziwym emitentem.

Zasoby realne: inflacja jako jedyny limit wydatków

Najostrzejszym polem bitwy staje się inflacja, rozumiana nie jako abstrakcyjny ruch wskaźnika, lecz jako proces, który rozpuszcza społeczne więzi. Doświadczenie lat 2021–2023 brutalnie unaoczniło, że jest to zjawisko jednocześnie ekonomiczne, instytucjonalne i moralne. Uderza bowiem w umowę, w wartość oszczędności, w przewidywalność planowania – a więc w sam fundament, na którym biznes opiera inwestycje. Lawrence Summers mówił wprost, że inflacja to centralny problem podkopujący zaufanie, co nieuchronnie rodzi konsekwencje polityczne, wykraczające daleko poza arkusz kalkulacyjny. Równocześnie narastał nurt argumentacji, że inflacji nie da się sprowadzić do prostego „błędu monetarnego". Reżimy fiskalne, struktura podaży i wstrząsy kosztowe okazały się w praktyce równie istotne jak decyzje banku centralnego, korygując bezpośrednio prostotę friedmanowskiego dogmatu.

W tym punkcie MMT spotyka, paradoksalnie, swój lustrzany cień – krytykę, która pozornie jest jej przeciwna, a w istocie dotyka tego samego nerwu, tyle że z drugiej strony. Teoria fiskalna poziomu cen (FTPL), kojarzona z Johnem Cochrane'em, głosi, że ceny nie są wyłącznie domeną banku centralnego. Dostosowują się one tak, by realna wartość długu publicznego pasowała do tego, co rynek sądzi o przyszłej kondycji państwa – czyli jego politycznej zdolności do generowania nadwyżek. Cochrane podkreśla, że inflacja jest wyborem reżimu reakcji na wstrząsy, zwłaszcza gdy polityka fiskalna i pieniężna są nierozerwalnie splątane, a to splątanie stało się normą, nie wyjątkiem. To cios wymierzony nie w techniczną mechanikę MMT, lecz w jej polityczne nadużycie: sugestię, że skoro emitent waluty zawsze może zapłacić, to inflacja jest kwestią drobnej korekty podatkowej. FTPL przypomina, że roztropność ma potężnego wroga w postaci politycznej krótkowzroczności. Rynek, oceniając reżim fiskalny, może bowiem wymusić inflacyjne dostosowanie, niezależnie od pobożnych życzeń bankierów centralnych.

Warto zatem wyraźnie oddzielić to, co w myśli Moslera należy obronić, od tego, co trzeba poddać krytyce, by nie stała się ideologiczną zasłoną. Po pierwsze, należy bronić odwrócenia nawyku myślenia o państwie jak o gospodarstwie domowym. Ten błąd kategorialny, polegający na tym, że państwo opisuje się językiem gospodarstwa domowego, produkuje fatalne diagnozy i złą politykę, zwłaszcza gdy prowadzi do sztucznego podtrzymywania bezrobocia w imię fikcyjnej oszczędności. Po drugie, trzeba obronić operacyjne rozpoznanie, że emisja długu nie jest moralną opowieścią o pożyczaniu na wydatki, lecz narzędziem zarządzania płynnością w systemie finansowym. W świecie obfitych rezerw jest to bliższe prawdy niż folklor moralny polityki fiskalnej. Po trzecie wreszcie, należy ocalić fundamentalną intuicję, że realnym ograniczeniem jest dostępność towarów i usług. Spór o deficyt jest w gruncie rzeczy sporem o alokację realnych zasobów, a nie o brak cyfr na koncie.

Gwarancja zatrudnienia stabilizuje wartość waluty

W ujęciu MMT Gwarancja Zatrudnienia jest mechanizmem, który zastępuje rezerwową armię bezrobotnych buforem zatrudnienia publicznego. Państwo oferuje pracę każdemu, kto jej chce, za stałą, ustaloną odgórnie stawkę. Nie jest to jednak narzędzie licytacji z sektorem prywatnym, lecz nominalna kotwica, wokół której stabilizuje się cała struktura płac w gospodarce. Rozwijając tę ideę, Pavlina Tcherneva mówi wprost o Gwarancji Zatrudnienia jako propozycji łączącej pełne zatrudnienie ze stabilnością cen. Dzieje się tak, ponieważ zamiast używać bezrobocia jako bata na inflację, MMT używa stałej płacy w programie jako instrumentu nominalnego. W tym punkcie krytycy natychmiast kontrują, że taki program wygeneruje presję płacową, stworzy nieefektywną alokację pracy, zostanie przechwycony przez lokalną klientelę polityczną albo stanie się zwykłym

magazynem dla ludzi – instytucją, która formalnie daje pracę, a materialnie serwuje degradację. To zarzuty poważne, bo nie dotyczą księgowości, lecz zdolności administracyjnej państwa i jakości jego instytucji.

Tu właśnie MMT musi porzucić luksus czystej teorii i wejść na pole brudnej praktyki, mierząc się z pytaniami o projekt, nadzór, standardy i audyt. W tym miejscu przydaje się jednak erystyczna prowokacja, która odsłania ukryte założenia dotyczące wartości i uznania. Jeżeli ktoś bez mrugnięcia okiem akceptuje, że państwo jest zdolne projektować i finansować misterne konstrukcje płynnościowe dla sektora finansowego, a bank centralny potrafi tworzyć precyzyjne korytarze dla stóp procentowych, a równocześnie twierdzi, że to samo państwo jest z definicji niezdolne do stworzenia prostej instytucji pracy ostatniej szansy, to jego stanowisko nie jest opisem faktów. Jest normatywnym roszczeniem, by uznać rynek pracy za sferę, w której godzimy się na marnotrawstwo ludzkiego potencjału w imię abstrakcyjnej dyscypliny. MMT odwraca ten porządek wartości i dlatego budzi sprzeciw, który często przebiera się za spór techniczny, choć w istocie jest sporem o to, czy praca ma być dobrem publicznym, czy też towarem, którego niedostatek pełni funkcję wychowawczą.

FTPL vs MMT: spór o mechanizm kształtowania cen

Współczesna krytyka MMT, zwłaszcza ta inspirowana fiskalną teorią poziomu cen (FTPL), nie atakuje już samej mechaniki tworzenia pieniądza. Zamiast tego przesuwa pole bitwy na grunt wiarygodności fiskalnej i fundamentalnej wyceny zobowiązań państwa. W tej optyce inflacja przestaje być skutkiem nadmiaru pieniądza, a staje się mechanizmem, który niejako „domyka" bilans państwa. Ceny muszą wzrosnąć do takiego poziomu, by realna wartość długu publicznego zrównała się z oczekiwaną wartością przyszłych nadwyżek budżetowych. John Cochrane, jeden z czołowych zwolenników tej teorii, rozwija tę intuicję, traktując przyszłe nadwyżki fiskalne jako odpowiednik dywidend, które podpierają wartość państwowych papierów wartościowych. To nie ilość pieniądza, lecz wiarygodność obietnicy przyszłych wpływów podatkowych decyduje o jego sile nabywczej.

Taka krytyka, co ciekawe, nie tyle obala MMT, ile zmusza jej zwolenników do dopowiedzenia tego, co często jest pomijane w ferworze debaty. Skoro bowiem emitent suwerennej waluty technicznie zawsze może spłacić swoje długi, to kluczowe staje się pytanie o realną cenę, jaką społeczeństwo zapłaci za tę operację. Czy instytucje polityczne i fiskalne są w stanie utrzymać dyscyplinę, która uchroni gospodarkę przed scenariuszem, w którym stabilizacja długu odbywa się poprzez niekontrolowany wzrost cen? Spór przenosi się z mechaniki na politykę. Dotyczy tego, czy w

warunkach masowej demokracji, gdzie media i politycy preferują proste narracje o winie i karze, da się w ogóle prowadzić złożoną i odpowiedzialną politykę fiskalną.

W tym miejscu na scenę wkracza myśl Michała Kaleckiego. W swoim słynnym eseju o politycznych aspektach pełnego zatrudnienia dowodził on, że opór wobec polityki gwarantującej pracę dla wszystkich nie wynika z jej ekonomicznej niemożliwości, lecz z faktu, że podważa ona istniejące stosunki władzy. W polskim obiegu intelektualnym teza ta jest często sprowadzana do prostego wniosku: trwałe pełne zatrudnienie osłabia dyscyplinę społeczną, której fundamentem jest lęk przed bezrobociem. Bezrobocie nie jest tu ekonomiczną koniecznością, lecz instytucją uczącą posłuszeństwa. I tu właśnie MMT z teorii pieniądza staje się teorią ładu społecznego. Jej propozycja gwarancji zatrudnienia, pomyślana jako stabilizator gospodarki i kotwica dla cen, uderza w sam rdzeń ortodoksji – w dogmat, że pewien poziom bezrobocia jest naturalną i niezbędną ceną za stabilność.

Pełne zatrudnienie zagraża dyscyplinie rynkowej

Tu dochodzimy do propozycji instytucjonalnej, która jest kwintesencją myśli Moslera: gwarancji zatrudnienia (Job Guarantee). Opisuje się ją dwojako – jako mechanizm zapewnienia pełnego zatrudnienia oraz jako kotwicę nominalną dla całej gospodarki. Pavlina Tcherneva, jedna z czołowych badaczek w ekosystemie Instytutu Levy'ego, formułuje to bez ogródek: gwarancja zatrudnienia nie jest po prostu kolejnym programem aktywizacji zawodowej, lecz „strukturalną polityką makroekonomiczną, która zapewnia pełne zatrudnienie i stabilność cen". Teza jest radykalna, bowiem uderza nie tylko w samo bezrobocie, lecz w doktrynę, zgodnie z którą rzesza bezrobotnych stanowi rzekomo konieczny bufor antyinflacyjny. Mosler dokonuje tu moralnej wolty: bezrobocie nie jest naturalnym kosztem stabilności, lecz świadomym wyborem emitenta waluty, który celowo utrzymuje niedobór dochodów w stosunku do zobowiązań podatkowych i chęci oszczędzania sektora prywatnego. Wypowiedziane na głos, zdanie to brzmi jak oskarżenie, toteż budzi natychmiastowy opór. Jednakże jego analityczny sens jest chłodny: bezrobocie to stan, w którym państwo, jako monopolista pieniądza, nie dostarcza go w ilości wystarczającej, aby wszyscy chętni do pracy mogli zarobić na podatki i utrzymać życiową płynność.

Krytycy odpowiadają, że MMT grzeszy polityczną naiwnością, zakładając państwo zbyt rozumne, by mogło być prawdziwe, i zbyt sprawne, by pozostało demokratyczne. Cięższa artyleria pojawia się jednak w postaci fiskalnej teorii poziomu cen (Fiscal Theory of the Price Level), kojarzonej z Johnem Cochrane'em. Używając aparatu wyceny aktywów, Cochrane argumentuje, że realna wartość długu publicznego nieustannie dostosowuje się do oczekiwanej ścieżki przyszłych

nadwyżek budżetowych, podobnie jak cena akcji odzwierciedla strumień przyszłych dywidend. W tej analogii nadwyżki pierwotne stają się właśnie „dywidendami" obsługującymi dług. Z tej perspektywy inflacja może stać się cichym mechanizmem, który urealnia niespójne obietnice fiskalne – nie przez techniczne bankructwo, lecz przez zmianę siły nabywczej pieniądza. To krytyka dotkliwa, bo sugeruje, że nawet jeśli emitent waluty nie może zbankrutować nominalnie, to może „zbankrutować realnie" przez inflacyjną dewaluację swoich zobowiązań. Na co MMT odpowiada z rozbrajającą szczerością: „Ależ o to nam właśnie chodzi". Dyscyplina nie ma być dyscypliną finansowania, tylko dyscypliną zarządzania realnymi zasobami i cenami, a państwo ma narzędzia podatkowe, regulacyjne i zatrudnieniowe, by ją egzekwować. Spór nie dotyczy więc księgowości, lecz tego, czy polityczna zdolność do stabilizacji jest wystarczająca. To spór o instytucje, nie o rachunki.

Sektor prywatny przejmuje operacyjną logikę MMT

W tym miejscu globalny biznes dokonuje własnej, znacznie bardziej cynicznej syntezy. Można ją streścić w zdaniu: w świecie obfitych rezerw państwo i bank centralny są stałym elementem gry, więc ryzyko nie polega na tym, czy zainterweniują, lecz jak to zrobią i czy wedle przewidywalnych reguł. To jest sedno współczesnej praktyki zarządzania bilansem Fedu. Reuters pod koniec 2025 roku opisywał, jak banki masowo korzystały ze standing repo facility, czyli okienka płynności ostatniej szansy, w okresie napięć końca roku. Rekordowe wykorzystanie tego narzędzia 31 grudnia przedstawiano jako element utrzymania kontroli nad stopami procentowymi, a nie sygnał paniki. Agencja relacjonowała też decyzję Fedu o zakupach bonów skarbowych jako działanie czysto techniczne, nakierowane na utrzymanie rezerw w bezpiecznym przedziale, podkreślając przy tym, że nie jest to zmiana kursu polityki pieniężnej. W oczach rynkowych praktyków takie fakty potwierdzają moslerowską intuicję, że liczy się stopa procentowa i płynność, a nie rytualna opowieść o pożyczaniu. Jednocześnie te same fakty utwierdzają krytyków w przekonaniu, że państwo potrafi podtrzymywać rynki finansowe ze zwinnością, której brakuje mu w podtrzymywaniu rynku pracy.

Najbardziej prawdopodobne tendencje, które globalny biznes uznaje dziś za trwałe, zmierzają więc w stronę instytucjonalizacji fiskalno-monetarnej hybrydy, nawet jeśli oficjalny język będzie bronił mitu o ich separacji. Po pierwsze, reżim obfitych rezerw i stale dostępnych narzędzi repo będzie traktowany jako nowa normalność, a nie stan wyjątkowy; rynek przyjmie więc, że państwowa infrastruktura płynności jest stałym elementem krajobrazu. Po drugie, państwa będą coraz śmielej uzasadniać ekspansję bilansu publicznego potrzebami bezpieczeństwa, transformacji energetycznej czy odporności łańcuchów dostaw. To nieuchronnie zaostrzy konflikt między celem stabilności cen

a ambicjami industrialnymi i zmusi do wypracowania nowego języka koordynacji. Po trzecie, spór o inflację przesunie się z prostych opowieści monetarnych w stronę narracji instytucjonalnych. W nowym ujęciu stabilność cen zależy od zdolności państwa do stymulowania podaży i produktywności, a nie tylko od mechanicznego tłumienia popytu.

Strefa euro: pułapka zadłużenia w obcej walucie

W tym miejscu musimy zatrzymać się przy strefie euro, ponieważ bez uchwycenia tej różnicy całe objawienie Moslera, jego Italian Epiphany, zamienia się w tanią anegdotę. Państwa unii walutowej nie są bowiem suwerennymi emitentami waluty, a jedynie jej użytkownikami. Ich los przypomina zatem los każdego innego podmiotu, który musi pozyskać euro z zewnątrz: z podatków, z emisji długu, z rynkowych transferów, a w ostateczności – z łaski ponadnarodowych instytucji. To fundamentalna zmiana reżimu, która dla świata biznesu oznacza, że ryzyko kredytowe państwa w strefie euro jest czymś realnym i namacalnym, radykalnie innym niż w przypadku państwa posiadającego własną walutę, nawet przy podobnym poziomie długu do PKB. Dlatego teza Moslera o niemożności bankructwa jest tak naprawdę tezą o suwerenności monetarnej, a nie o jakiejkolwiek formie państwowości jako takiej.

Skoro już ustaliliśmy, że pieniądz fiducjarny jest najpierw instytucją prawną, a dopiero potem ekonomiczną „rzeczą", musimy zburzyć kolejną wygodną iluzję. Chodzi o przekonanie, że obligacja skarbowa to akt pozyskania środków, a państwo, niczym klient w banku, musi najpierw pożyczyć, by móc wydać. W rzeczywistości, w mechanice nowoczesnej polityki pieniężnej, obligacja jest instrumentem do zarządzania stopą procentową, płynnością i strukturą terminową rentowności. Jest elementem architektury rynku pieniężnego, a nie moralnym dowodem winy fiskalnej. I to jest właśnie sedno moslerowskiego terminu IRMA, czyli Interest Rate Maintenance Account. Nie jest to chwyt retoryczny, lecz próba przeprowadzenia operacji definicyjnej, jakiej dokonałby prawnik, który mówi: jeżeli pojęcie zaciemnia funkcję, to trzeba je wyrzucić do kosza, choćby zdobiła je stuletnia tradycja.

W systemie, gdzie bank centralny steruje stopą procentową za pomocą stóp administrowanych, zwłaszcza stopy od rezerw, i jednocześnie utrzymuje system w stanie obfitości tychże rezerw, problem „finansowania" wydatków państwa schodzi na drugi plan. Problemem pierwotnym staje się natomiast sterowanie ceną pieniądza na najkrótszy termin, czyli decyzja, czy stopa overnight ma opaść do „podłogi", czy też utrzymać się powyżej niej. Dlatego tak znamienne jest, że nawet instytucje dalekie od szkoły MMT wprost opisują dzisiejsze ramy operacyjne w kategoriach „podłogi" i „sufitu". Wskazują, że stopa od rezerw wyznacza dolną granicę wahań, podczas gdy

instrumenty repo, takie jak Standing Repo Facility, pełnią rolę sufitu, ograniczając presję na wzrost stóp w warunkach napięć płynnościowych. Nowojorski Fed wprost pisze, że operacje te pomagają ustanowić sufit dla stóp overnight, dając rynkowi alternatywę finansowania. Gdy zestawimy ten techniczny, operacyjny język bankierów centralnych z moslerowskim opisem IRMA, staje się jasne, że spór nie dotyczy faktów, lecz nazewnictwa. Pytanie brzmi: czy wolno nazwać rzecz po imieniu, czy też należy podtrzymywać fikcję, że państwo pożycza, by móc wydać, choć wszyscy uczestnicy rynku doskonale rozumieją, że to tylko operacyjna gra w sterowanie rezerwami i stopami, a nie akt moralny.

MMT: opis operacyjny systemu vs program polityczny

Trzeba teraz wykonać ruch, który dla części czytelników będzie intelektualnie nieprzyjemny, a zarazem konieczny, jeśli cała ta konstrukcja ma pozostać traktatem, a nie tylko atrakcyjną anegdotą z rzymskim światłem w tle. Należy bowiem przejść od opisu mechaniki do rekonstrukcji warunków możliwości, a więc do pytania, w jakiej mierze moslerowska teza o pieniądzu jako kredycie podatkowym jest twierdzeniem operacyjnie prawdziwym, a w jakiej postulatem normatywnym, który udaje opis, by zyskać posłuch. Dopiero w tym rozróżnieniu, prowadzonym bez czułostkowości wobec źródła i bez złośliwości wobec krytyków, widać pełną stawkę sporu. Jest nią nie tyle technika księgowa, ile dystrybucja godności, ryzyka i odpowiedzialności w porządku kapitalizmu finansowego.

Jeżeli pieniądz fiducjarny jest, jak chce Mosler, tytułem do umorzenia zobowiązania podatkowego, to z tej definicji wynika konsekwencja brzmiąca jak paradoks, choć jest po prostu logiką. Państwo, nakładając podatek płatny wyłącznie w swojej walucie, wytwarza popyt na tę walutę, ponieważ bez niej nie da się uniknąć sankcji. Państwo, wydając tę walutę, dostarcza sektorowi prywatnemu środka, którym ten może się ostatecznie z państwem rozliczyć. Państwo, pobierając podatek, usuwa część waluty z obiegu, redukując prywatną siłę nabywczą i domykając obieg. W tej trójcy: podatki, wydatki i rozliczenie nie są trzema niezależnymi „źródłami" budżetu, lecz trzema fazami jednego instytucjonalnego mechanizmu. Mosler mówi więc w istocie, że w logice emitenta waluty pytanie, czy państwo ma pieniądze, jest równie bezsensowne, jak pytanie, czy sąd ma wyroki – skoro sąd jest instytucją ich wydawania. Sens ma inne pytanie, o którym państwa lubią zapominać, bo jest trudniejsze: jakie realne zasoby zostaną pozyskane za pośrednictwem tego znaku i jaką strukturę cen oraz dochodów państwo wytworzy, wydając, opodatkowując i regulując.

W tym miejscu trzeba przywołać Keynesa, nie jako ikonę, lecz jako diagnostę psychologii instytucji. W zdaniu, które w polskim tłumaczeniu krąży jako maksyma, pisał: „Trudność nie polega na

nowych ideach, lecz na ucieczce od starych". Jego ostrze jest wymierzone właśnie w rytuał budżetowy, w którym deficyt traktuje się jako moralną winę, a nie parametr koordynacji oszczędności i inwestycji. Z tej perspektywy MMT jest próbą ucieczki od starej idei, że państwo jest użytkownikiem waluty, a więc musi ją zdobyć, zanim wyda. To wyjście jest w pewnym sensie aktem higieny pojęciowej. Kiedy jednak higiena pojęciowa staje się programem politycznym, pojawia się pokusa, by w miejsce porzuconej moralności deficytu wstawić moralność suwerenności, jak gdyby samo to słowo miało moc anulowania konfliktów dystrybucyjnych, inflacyjnych i instytucjonalnych. Tymczasem suwerenność monetarna jest warunkiem możliwości, nie gwarancją jakości.

Najostrzej widać to przy koncepcji IRMA, czyli konta utrzymania stóp procentowych, jak Mosler chce nazywać dług publiczny. Jego zdaniem emisja obligacji w reżimie, w którym bank centralny steruje stopą procentową, jest funkcją zarządzania płynnością, a nie pozyskiwania środków. Teza ta jest operacyjnie przekonująca, zwłaszcza w świecie obfitych rezerw i stóp administrowanych. Wystarczy przypomnieć publiczne materiały banków centralnych o roli stopy od rezerw jako podłogi dla stóp rynku pieniężnego i o roli transakcji repo jako instrumentu stabilizującego płynność. Jeśli rynek wie, że bank centralny broni podłogi i sufitu, to „dług" rzeczywiście zaczyna wyglądać jak urządzenie do utrzymania warunków monetarnych, a nie jak skarbonka na wydatki.

Ale w tym samym momencie trzeba powiedzieć coś, co jest niewygodne dla apologetów MMT, a zarazem elementarne dla finansisty. Obligacja skarbowa jest nie tylko instrumentem utrzymania stóp; jest także podstawowym aktywem zabezpieczającym w systemie finansowym, fundamentem transakcji repo, standardem wyceny wolnej od ryzyka, materiałem konstrukcyjnym bilansów banków, funduszy i ubezpieczycieli. Jest wreszcie kulturowym znakiem wiarygodności państwa. IRMA nazywa jedną funkcję, ale nie unieważnia pozostałych. W globalnym biznesie, w miarę jak rośnie rola zabezpieczeń, rośnie też rola państwowych papierów jako finansowej infrastruktury. Dlatego język „dług to tylko IRMA" może brzmieć dla praktyków jak redukcjonizm, nawet jeśli logika rezerw i stóp jest poprawna. To pierwsze miejsce, gdzie trzeba bronić źródła, nie popadając w ślepą obronę. Mosler ma rację, że narracja o pożyczaniu na wydatki jest w systemie fiducjarnym myląca, lecz krytyk ma rację, że obligacje są też krwiobiegiem systemu zabezpieczeń, a więc elementem politycznej stabilności finansów.

Finanse funkcjonalne wymagają reformy banku centralnego

Wokół Gwarancji Zatrudnienia (Job Guarantee) narósł spór, który idealnie pokazuje pęknięcie we współczesnej ekonomii. Zwolennicy MMT, z Pavliną Tchernevą na czele, widzą w niej strukturalną

politykę makroekonomiczną, gdzie pełne zatrudnienie i stabilność cen nie wykluczają się, lecz uzupełniają. Dzieje się tak, ponieważ rolę bufora absorbującego wstrząsy, zamiast bezrobocia, przejmuje program pracy, a kotwicą dla płac staje się stałe wynagrodzenie w tym programie. Krytycy, w tym ekonomiści głównego nurtu, kontrują, wskazując na administracyjną niewykonalność i polityczną nietrwałość takiego rozwiązania, nie kwestionując przy tym technicznej możliwości jego sfinansowania. W tym sporze widać dziwną symetrię: MMT ma rację co do mechaniki pieniądza, krytycy – co do mechaniki instytucji. Kłopot w tym, że mechanika instytucji często służy za alibi dla bezczynności, a mechanika pieniądza bywa obietnicą, że każda próba zakończy się sukcesem. Dyskusja grzęźnie więc w pytaniu, co ma być pierwsze: doskonałe państwo czy państwo, które w ogóle poczuwa się do odpowiedzialności.

W tym miejscu na scenę powraca Milton Friedman, tym razem nie jako patron monetarystów, lecz jako mistrz retorycznej prostoty. Jego słynne zdanie, że „inflacja jest zawsze i wszędzie zjawiskiem pieniężnym", miało tę zaletę, że dawało komfort wskazania winnego. Jeśli inflacja jest pieniężna, winny jest ten, kto „dodrukował". Jeśli jednak jest strukturalna, winnych jest wielu, a rozwiązania stają się piekielnie skomplikowane. MMT nie twierdzi, że pieniądz nie ma znaczenia, ale przesuwa akcent z jego ilości na cenę, z suchych agregatów na żywe instytucje, z moralności na operacje. Krytycy odpowiadają, że takie przesunięcie grozi zlekceważeniem oczekiwań inflacyjnych i podkopaniem wiarygodności fiskalnej. I tu właśnie pojawia się teoria fiskalna poziomu cen (FTPL), która sugeruje, że polityczna niespójność w finansach państwa może rozładować się poprzez inflację, nawet bez mechanicznego „drukowania". Jeśli dług publiczny jest obietnicą przyszłych nadwyżek, to utrata wiary w tę obietnicę może wywołać bunt cen. Taka krytyka nie obala operacyjnej logiki MMT, ale demaskuje jej najczęstsze nadużycie: sugestię, że do okiełznania inflacji wystarczy zrozumienie mechaniki rezerw bankowych.

W tej perspektywie włoski kryzys z 1992 roku zyskuje nową interpretację. To już nie jest prosta opowieść o tym, że państwo nie może zbankrutować, bo zawsze może dopisać zera w systemie. To historia o tym, jak rynki i elity mylą różne rodzaje ryzyka, a język bankructwa staje się narzędziem politycznej dyscypliny, nawet gdy jest technicznie bez sensu. Włochy były wówczas pod presją, a ich suwerenność monetarna, choć realna, była krępowana przez europejski kontekst polityczny i kursowy. To ważna lekcja: suwerenność monetarna nie jest aktem własności, lecz skomplikowaną relacją między prawem, instytucjami, rynkami i polityką. W strefie euro ta relacja została radykalnie zmieniona, a państwo stało się użytkownikiem waluty. W efekcie ryzyko niewypłacalności powróciło, ale już nie jako techniczna niemożność księgowa, lecz jako ryzyko instytucjonalne. W świecie biznesu jest to oczywistość wbudowana w wyceny obligacji, lecz w debacie publicznej wciąż przegrywa z moralizatorską opowieścią o cnocie oszczędzania.

Obiecana

> MMT burzy iluzję finansowej bariery, ale odsłania realne granice zasobów i zaufania. Czy odrzucając moralizatorski język długu, nie stwarzamy pokusy bezkarnego zadłużania się? A może uwolnienie od starych dogmatów otworzy drogę do bardziej sprawiedliwej i efektywnej gospodarki, gdzie suwerenność monetarna służy dobrobytowi, a nie iluzji darmowego obiadu?

Inspiracje

[1] "Soft currency economics II" Warren Mosler

Amerykański ekonomista, inwestor i przedsiębiorca, **Warren Mosler**, jest twórcą Nowoczesnej Teorii Monetarnej (MMT). Założył Illinois Income Investors, AVM i Mosler Automotive. Jest autorem książek „Soft Currency Economics" i „The Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy".

American economist, investor, and entrepreneur, ***Warren Mosler*** *is the originator of Modern Monetary Theory (MMT). He founded Illinois Income Investors, AVM, and Mosler Automotive. He is the author of 'Soft Currency Economics' and 'The Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy'.*

Valance Co., Inc.

Literatura uzupełniająca

Książki

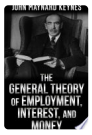
Autorzy przywoływani w artykule:

[1] "In alto il deficit! (Up with the deficit!)"

Warren Mosler

2012 | Edizioni Sì

Literatura pokrewna (Google Scholar):



[2] "The General Theory of Employment, Interest, and Money"

John Maynard Keynes

2016 | Youcanprint | ISBN: 9788892641532



[3] "The Economic Consequences of the Peace"

John Maynard Keynes

2020 | Harcourt, Brace and Howe | ISBN: 9781679495595

[4] **"A Monetary History of the United States, 1867-1960"**

Milton Friedman, Anna J. Schwartz

1963 | Princeton University Press

[5] **"Full Employment and Price Stability: The Macroeconomic Vision of William S. Vickrey"**

William S. Vickrey, Pavlina R. Tcherneva, M. Forstater

2004 | Edward Elgar Publishing

[6] **"The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy"**

Stephanie Kelton

2020 | PublicAffairs, Hachette Book Group

[7] **"Modern Monetary Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems"**

L. Randall Wray

2012 | Palgrave-Macmillan

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] **"A Skeptic's Guide to Modern Monetary Theory"**

N. Gregory Mankiw

2020 | NBER Working Paper Series

Google Scholar

[2] **"Job Guarantee as an Active Labour Market Policy for Tackling Long-term Unemployment: Empirical Findings from The Netherlands"**

Kees Mosselman, Louis Polstra, Arjen Edzes

2024 | Adapt Open Journal Systems

Google Scholar

[3] **"Measuring Monetary Policy's Effect on House Prices"**

John C. Williams

2015 | FRBSF Economic Letter

Google Scholar

[4] **"Monetary Policy Mistakes and the Evolution of Inflation Expectations"**
Athanasios Orphanides, John C. Williams
2011 | NBER Working Paper
Google Scholar

[5] **"Seven Replies to the Critiques of Modern Money Theory"**
Eric Tymoigne
2021 | Levy Economics Institute Working Paper
Google Scholar

[6] **"Global health 2050: the path to halving premature death by mid-century"**
Dean T. Jamison, Lawrence H. Summers, et al.
2014 | The Lancet
Google Scholar

[7] **"Modern Monetary Theory: A Solid Theoretical Foundation of Economic Policy?"**
Gechert, S., Rätz, D.
2021 | Atlantic Economic Journal
Google Scholar

[8] **"The Quantity Theory of Money: A Restatement"**
Milton Friedman
1956 | Studies in the Quantity Theory of Money

[9] **"Inflation and Unemployment"**
Milton Friedman
1977 | Journal of Political Economy

[10] **"A Fiscal Theory of Monetary Policy with Partially-Repaid Long-Term Debt"**
John Cochrane
2022 | Review of Economic Dynamics
Google Scholar

[11] **"The Fiscal Root of Inflation"**
John H. Cochrane
2022 | Review of Economic Dynamics
Google Scholar

[12] **"The Job Guarantee: MMT's Proposal for Full Employment and Price Stability"**

Pavlina R. Tcherneva

2024 | The Elgar Companion to Modern Money Theory

[13] **"Reorienting fiscal policy: a bottom-up Approach"**

Pavlina Tcherneva

2014 | Journal of Post Keynesian Economics

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[14] **"Full Employment and Price Stability"**

Warren Mosler

1997 | Journal of Post Keynesian Economics

[15] **"A General Framework for the Analysis of Currencies and Commodities"**

Warren Mosler

1999 | Full Employment and Price Stability in a Global Economy

[16] **"Critique of John B. Taylor's 'Expectations, Open Market Operations, and Changes in the Federal Funds Rate'"**

Warren Mosler

Journal of Post Keynesian Economics

Tekst opracowany z udziałem sztucznej inteligencji.
Redakcja i kontrola merytoryczna: Fundacja Dobre Państwo.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 2fef08ff-ab93-418c-987f-3c219d793cc7