Rozdęte finanse i niebezpieczny dług jako aporia kapitalizmu

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi pogłębioną analizę współczesnego systemu finansowego przez pryzmat koncepcji 'swollen finance' Adaira Turnera. Autor bada, jak sektor finansowy, pierwotnie służebny wobec gospodarki realnej, stał się autonomicznym podsystemem generującym ryzyko systemowe. Tekst szczegółowo opisuje mechanizmy kreacji długu prywatnego, odróżniając kredyty produkcyjne od spekulacyjnego finansowania aktywów nieruchomościowych. Poruszona zostaje kwestia pieniądza fiducjarnego oraz historyczne ujęcie długu i deflacji według Irvinga Fishera. Kluczowym elementem jest analiza wpływu fali AI na rynki finansowe i stabilność makroostrożnościową. Całość wieńczą postulaty dotyczące radykalnych zmian w polityce monetarnej i zwiększenia transparentności kreacji pieniądza w celu uzdrowienia fundamentów kapitalizmu.

This article provides an in-depth analysis of the contemporary financial system through the lens of Adair Turner's concept of 'swollen finance.' The author examines how the financial sector, originally subservient to the real economy, became an autonomous subsystem generating systemic risk. The text describes in detail the mechanisms of private debt creation, distinguishing productive loans from speculative financing of real estate assets. The article addresses the issue of fiat money and Irving Fisher's historical understanding of debt and deflation. A key element is an analysis of the impact of the AI wave on financial markets and macroprudential stability. The text concludes with calls for radical changes in monetary policy and increased transparency in money creation to heal the foundations of capitalism.

Artykuł analizuje zjawisko "spuchniętych finansów", odchodząc od moralizatorskich ocen kryzysu z lat 2007-2008. Autorzy, opierając się na argumentacji Adaira Turnera, kwestionują przekonanie o dobroczynnym wpływie nieustannego wzrostu sektora finansowego na gospodarkę. Teza centralna głosi, że nadmierna ekspansja finansów, zwłaszcza poprzez kreację długu prywatnego niezwiązanego z inwestycjami produkcyjnymi, prowadzi do urzeczowienia

świadomości ekonomicznej i systemowej niestabilności. W artykule poddano krytyce dogmaty ekonomii neoklasycznej, takie jak hipoteza rynku efektywnego, które legitymizowały nieograniczony rozrost finansów. Pokazano, że w istocie tworzy to warunki do kumulacji ryzyka i kryzysów dłużnych. Artykuł omawia różne modele zadłużenia (amerykański oparty na sekurytyzacji i europejski oparty na bankach), aby unaocznić uniwersalność problemu. Konkluzją jest potrzeba rewizji założeń polityki gospodarczej i rozważenie alternatywnych rozwiązań, takich jak finansowanie monetarne, w celu uniknięcia cyklicznych kryzysów i strukturalnej przemocy długu.

SŁOWA KLUCZOWE

swollen finance | Adair Turner | dług prywatny | aporia kapitalizmu | finansowanie monetarne | rynek nieruchomości | pieniądz fiducjarny | mechanizm długu i deflacji | sekurytyzacja | ryzyko systemowe | AI wave | delewarowanie | hipoteza rynku efektywnego | dźwignia finansowa | polityka makroostrożnościowa

Swollen finance: Adair Turner o przeroście sektora

Jeżeli przyjmiemy, że system finansowy ma przede wszystkim alokować roszczenia do przyszłych dóbr w sposób, który nie narusza spójności świata przeżywanego, to fenomen swollen finance Adaira Turnera przestaje być tylko parametrem ilościowym. Staje się symptomem głębokiego przesunięcia cywilizacyjnego: sektor, który z założenia miał służyć produkcji i wymianie, przekształcił się w autonomiczny podsystem. Wytwarza on własne logiki ryzyka, własne hierarchie władzy i własne, quasi-religijne tabu, wśród których prym wiedzie zakaz jawnego, monetarnego finansowania długu publicznego.

Aby zatem dokonać formalno-pragmatycznej rekonstrukcji dyskursu o długu i lewarowaniu, musimy odsunąć pokusę narracji moralistycznej, która redukuje kryzys z lat 2007–2008 do nieumiarkowania bankierów lub błędów nadzorców. Należy raczej zapytać, jakie ukryte reguły dopuszczalnego rozumowania wytworzyła ekonomia głównego nurtu, skoro przez dziesięciolecia akceptowała fakt, że w krajach rozwiniętych stosunek długu prywatnego do dochodu narodowego wzrósł z około 50 procent w połowie XX wieku do blisko 170 procent tuż przed kryzysem. Działo się to przy jednoczesnym przekonaniu, że stabilna inflacja i deregulacja finansowa są wystarczającą gwarancją ładu.

Finanse: od służebności do dominacji nad produkcją

Adair Turner, który nie pisze z perspektywy akademickiej wieży z kości słoniowej, lecz jako praktyk regulacji, stojący na czele brytyjskiego FSA w epicentrum kryzysu, formułuje tezę o brutalnej prostocie i konceptualnej radykalności. W jego ujęciu to nie gigantyzm banków czy ich wewnętrzna złożoność stanowią pierwotną przyczynę katastrofy, lecz strukturalne uzależnienie gospodarek od prywatnego długu. Chodzi zwłaszcza o ten rodzaj długu, który nie finansuje nowych zdolności produkcyjnych, lecz służy wyłącznie pompowaniu cen istniejących aktywów, przede wszystkim na rynku nieruchomości.

W tym sensie fenomen rozdętych finansów nie jest jedynie stanem ilościowego rozrostu, lecz formą urzeczowienia świadomości gospodarczej. Kredyt i dług przestają być postrzegane jako społeczna relacja, w którą wpisane są fundamentalne roszczenia do uznania, prawdy i słuszności, a stają się pozornie neutralnymi zmiennymi w matematycznych modelach. Zmiennymi, które można dowolnie kalibrować, opierając się na założeniu, że rynki finansowe w długim okresie zachowują się racjonalnie. To właśnie ten dogmat, wzmocniony przez hipotezę rynku efektywnego i teorię racjonalnych oczekiwań, generował przedkryzysową pewność, że większa skala finansów nieuchronnie oznacza lepszą kondycję gospodarki.

Jak trafnie zauważa prof. Elżbieta Mączyńska, w systemie pieniądza fiducjarnego, którego fundamentem jest dług, kluczową kategorią staje się zaufanie. Jest ono, jak pisze, swoistym smarem dla biznesu i harmonijnego rozwoju, ponieważ cały krwiobieg gospodarki opiera się na przekonaniu, że zobowiązania zostaną dotrzymane. Gdy jednak struktura długu przybiera formę nawisu, w którym roszczenia finansowe rosną szybciej niż zdolność do ich obsługi z realnych dochodów, zaufanie zamienia się w kruchą skorupę. Przykrywa ona systemową niestabilność, w której najmniejsze pęknięcie w wycenie aktywów wywołuje efekt lawiny.

Kredyt spekulacyjny: najgroźniejszy zapalnik kryzysu

Aby zrozumieć naturę długu, musimy dokonać fundamentalnego rozróżnienia między trzema jego rodzajami. Pierwszy z nich finansuje nowe inwestycje kapitałowe: budowę fabryki, uruchomienie linii produkcyjnej czy rozbudowę infrastruktury energetycznej. Gdy inwestycja jest racjonalna, poprawia produktywność i generuje strumień dochodów pozwalający na obsługę długu, wówczas dźwignia finansowa staje się instrumentem autentycznego wzrostu. Drugi typ to kredyt finansujący konsumpcję – czy to bezpośrednio poprzez kartę kredytową, czy pośrednio przez refinansowanie hipoteczne na remont. Taki kredyt nie tworzy nowej zdolności produkcyjnej, a jedynie antycypuje przyszłą konsumpcję; bywa on uzasadniony, lecz strukturalnie czyni gospodarstwo domowe bardziej podatnym na szoki dochodowe. Trzeci, absolutnie dominujący we

współczesnych gospodarkach, to kredyt na zakup istniejących aktywów, przede wszystkim nieruchomości, których podaż w pożądanych lokalizacjach jest z definicji niemal nieelastyczna.

To właśnie ten ostatni typ kredytu generuje dług o charakterze systemowo niebezpiecznym. Banki, które w podręcznikowej narracji jawią się jako roztropni alokatorzy kapitału produkcyjnego, w rzeczywistości przeobraziły się w wyspecjalizowane maszyny do finansowania rywalizacji o rzadkie zasoby przestrzeni. W Wielkiej Brytanii blisko dwie trzecie portfela kredytowego banków komercyjnych stanowią hipoteki mieszkaniowe, podczas gdy kredyt na inwestycje niezwiązane z nieruchomościami to zaledwie kilkanaście procent całości. Struktura ta powtarza się w wielu krajach europejskich, a tam, gdzie rynek kapitałowy jest silniejszy, jak w Stanach Zjednoczonych, kredyt hipoteczny został jedynie częściowo przeniesiony poza bilanse banków poprzez sekurytyzację, czyli proces przekształcania puli kredytów w zbywalne papiery wartościowe, nie przestając być przy tym fundamentalnym źródłem ryzyka systemowego.

Irving Fisher: pętla długu-deflacji niszczy rynki

Umowa dłużna redukuje złożoność poznawczą ryzyka, zwalniając wierzyciela z obowiązku ciągłego monitorowania kondycji aktywów na rzecz prostej weryfikacji terminowości spłat. Ta pozorna prostota okazuje się jednak głęboko ambiwalentna. Dopóki gospodarka znajduje się w fazie wzrostu, a wartość zabezpieczeń rośnie, dług jawi się jako instrument niemal alchemiczny: przyspiesza akumulację kapitału, a poprzez mechanizm dźwigni finansowej, czyli zwielokrotniania zysków przy użyciu pożyczonych środków, potęguje zwrot z kapitału własnego. Gdy jednak cykl się odwraca, to samo sztywne zobowiązanie staje się bezlitosnym mechanizmem, który wymusza kaskadową wyprzedaż aktywów, przyspiesza bankructwa i pogrąża system w recesji.

Irving Fisher opisał tę dynamikę jako mechanizm długu i deflacji, gdzie faza kredytowej euforii przechodzi w etap panicznego delewarowania – gwałtownej redukcji zadłużenia. W tej spirali spadek cen aktywów paradoksalnie zwiększa realny ciężar długu, co pogłębia niewypłacalność, dławi popyt i prowadzi do systemowej depresji. Turner w istocie aktualizuje intuicję Fishera, przenosząc ją w realia gospodarki finansowo-mieszkaniowej przełomu wieków. Dowodzi, że fundamentalny mechanizm pozostaje ten sam, choć instrumentarium stało się bardziej złożone, a kanały transmisji kryzysu – globalne.

Zaufanie: smar systemu fiducjarnego prof. Mączyńskiej

Diagnoza prof. Mączyńskiej, interpretująca kryzys finansowy jako fundamentalny kryzys zaufania, trafia w samo sedno problemu, bowiem łamanie umów i wynikających z nich zobowiązań konstytuuje zagrożenie o charakterze egzystencjalnym dla całego porządku gospodarczego. Cały krwiobieg ekonomiczny pulsuje

wszak w rytm przekonania, że przyszłe dochody umożliwią obsługę zaciągniętych zobowiązań. Toteż sytuacja graniczna, w której masa długu jest tak przytłaczająca, że nawet zerowe stopy procentowe nie są w stanie skłonić nikogo do absorpcji nowego kredytu, odsłania z całą brutalnością ukrytą przemoc strukturalną. Polega ona na instytucjonalnym przymusie nieustannej spłaty w świecie, którego fundamentalną cechą pozostaje niepewność co do realnych ścieżek dochodu.

Ekonomia głównego nurtu ignoruje dług prywatny

Niezbędne staje się zatem zrekonstruowanie logiki, w ramach której nowoczesne gospodarki przyjęły za bezsporne tło rozumienia, że zadłużenie prywatne może rosnąć szybciej niż produkt, a sektor finansowy może w nieskończoność zwiększać swój udział w PKB. Empiryczne świadectwa są tu aż nadto wymowne: w Stanach Zjednoczonych udział finansów w dochodzie narodowym wzrósł z kilku procent w XIX wieku do około 6 procent przed Wielkim Kryzysem, by po okresie powojennej stabilizacji ponownie osiągnąć historyczne maksima tuż przed rokiem 2007. W Wielkiej Brytanii aktywa i zyski sektora finansowego rosły w tempie dalece przewyższającym realną produkcję, podczas gdy w wielu krajach rozwiniętych roczna dynamika kredytu prywatnego przez dwie dekady utrzymywała się w przedziale 10–15 procent, deklasując pięcioprocentowy wzrost nominalnego PKB.

Z punktu widzenia logiki samowiedzy ekonomii neoklasycznej nie było w tym niczego podejrzanego. Jeśli bowiem rynki są efektywne, instrumenty pochodne, czyli finansowe kontrakty doskonalące podział ryzyka, działają bez zarzutu, a sekurytyzacja, a więc proces rozpraszania potencjalnych strat, funkcjonuje sprawnie, to rozrost finansów interpretowano jako pożądane przybliżenie do stanu kompletności rynków. Turner demaskuje to jednak jako klasyczną aporię: paradygmat, który w teorii miał gwarantować większą stabilność dzięki pełniejszej wycenie ryzyka, w praktyce przyczynił się do jego bezprecedensowej kumulacji. Dokonało się to poprzez kreację długu wewnątrzsystemowego i wewnątrzsektorowego w skali nieznanej wcześniejszym pokoleniom.

USA vs UE: odmienne struktury nawisu długu

W perspektywie międzykontynentalnej fenomen nawisu długu manifestuje się w odmiennych konfiguracjach strukturalnych. Architektura północnoamerykańska opiera się bowiem na dominacji rynków kapitałowych i sekurytyzacji, czyli procesie przekształcania indywidualnych zobowiązań w zbywalne papiery wartościowe. W tej logice dług gospodarstw domowych, zwłaszcza hipoteczny, ulega rozproszeniu, trafiając do bilansów funduszy inwestycyjnych, emerytalnych czy instytucji pozabankowych. Kryzys subprime zdemaskował jednak iluzoryczność tej dyfuzji ryzyka; okazało się, że system ten nie eliminuje zagrożenia, lecz jedynie

wprowadza fundamentalną niepewność co do jego ostatecznej lokalizacji. Gdy bańka nieruchomości pękła, a strumienie spłat załamały się, nikt nie był w stanie wskazać, kto w istocie ponosi ciężar strat.

Tymczasem w Unii Europejskiej, a w szczególności w strefie euro, nawis długu zakotwiczony jest w diametralnie innej logice. Tamtejsze systemy, znacznie bardziej ubankowione, opierają się na portfelach bankowych wypełnionych zarówno hipotekami, jak i krajowym długiem publicznym. Kryzys zadłużenia w strefie euro objawił się zatem jako kryzys fatalnego, strukturalnego sprzężenia zwrotnego między bankami a państwami. Gdy pękały bańki kredytowe w Hiszpanii czy Irlandii, państwa musiały ratować swoje sektory bankowe, co prowadziło do eskalacji ich własnego długu. Ten z kolei, uznawany za rzekomo bezpieczne aktywo, wracał do bilansów tych samych banków, zamykając błędne koło. Nawis długu prywatnego uległ w ten sposób transformacji w nawis długu publicznego, na co odpowiedzią stała się polityka zaciskania pasa, która jedynie pogłębiła stagnację.

Wybór między długiem a diabłem: dylemat naprawy

Jeżeli uznamy, że finanse spuchnięte ponad miarę społecznej użyteczności nie są anomalią, lecz normą, a niebezpieczny dług stanowi formę technicznej przemocy strukturalnej w relacji przyszłości do teraźniejszości, to pytanie o naprawę systemu nie może być dłużej formułowane w języku kosmetycznych poprawek. Adair Turner celowo dramatyzuje ten dylemat, stawiając nas przed wyborem między długiem a diabłem. Dług oznacza podtrzymywanie obecnego modelu, w którym nowy pieniądz powstaje głównie poprzez prywatną kreację kredytu, ze wszystkimi jego znanymi patologiami. Diabeł to z kolei finansowanie monetarne, czyli jawne tworzenie pieniądza przez bank centralny jako dochodu, a nie zobowiązania, które w imaginarium ekonomicznym nieodmiennie przywołuje widmo hiperinflacji, zniszczenia oszczędności i degradacji waluty.

W dominującym dotąd paradygmacie polityki gospodarczej tkwiło milczące przekonanie, że obu tych niebezpieczeństw można uniknąć jednocześnie. Wystarczyło utrzymywać inflację w ryzach celu banku centralnego, pozwalać rynkom kredytowym na swobodną ekspansję i korygować nieliczne ekscesy za pomocą regulacji mikroostrożnościowych, czyli narzędzi skupionych na kondycji pojedynczych instytucji. Kryzys subprime i jego długi cień obnażyły iluzoryczność tego założenia. W praktyce bowiem wybór zagrożeń okazuje się nieusuwalny: albo godzimy się na cykliczne nawroty baniek dłużnych i załamań deflacyjnych, albo dopuszczamy kontrolowane użycie finansowania monetarnego jako narzędzia wyjścia z nawisu długu. Turner nie twierdzi, że druga opcja jest pozbawiona ryzyka, utrzymuje natomiast, że jej demonizowanie w imię doktrynalnej czystości jest formą fatalnej pychy, o której sam pisze w epilogu, nawiązując do Hayeka.

Finansowanie monetarne: szansa na ratunek czy inflację

W tak zarysowanym horyzoncie propozycja Turnera, aby dopuścić jawne finansowanie monetarne, przestaje brzmieć jak herezja, a zaczyna jawić się jako realistyczna próba konfrontacji z faktami. Chodziłoby o jednorazową, transparentnie zakomunikowaną operację, w ramach której bank centralny nabywa część długu publicznego i deklaruje jego bezterminowe utrzymywanie bez rolowania. Mechanizm jest tu bowiem prosty: zamiast polegać na niepewnej reanimacji popytu poprzez dalsze zadłużanie sektora prywatnego, państwo otrzymuje dostęp do nieoprocentowanego i niepodlegającego wykupowi kapitału w formie pieniądza, którym może sfinansować inwestycje bądź zredukować istniejące zobowiązania.

Kluczowa staje się jednak sama forma tej operacji, która nie może być skrywana w technokratycznym cieniu skomplikowanych swapów między bankiem centralnym a Skarbem Państwa. Musi zostać przeprowadzona jawnie, z precyzyjnie określonymi limitami ilościowymi oraz z góry zdefiniowanymi mechanizmami wygaszania. W tym punkcie Turner radykalizuje wymóg proceduralnej jedności uzasadniania: jeśli fundamentem legitymizacji polityki gospodarczej ma być jej roszczenie do prawdziwości i normatywnej słuszności, to nie można dłużej podtrzymywać fikcji, że luzowanie ilościowe jest czymś jakościowo odmiennym od finansowania monetarnego, gdy w praktyce bank centralny skupuje dług publiczny i utrzymuje go w swoim bilansie przez dekady.

AI zmienia logikę kreacji i zarządzania długiem

Współczesna refleksja nad rozdętymi finansami i niebezpiecznym długiem nie może ignorować faktu, że do architektury systemu finansowego został włączony nowy, radykalny operator: sztuczna inteligencja. W ciągu kilku ostatnich lat nastąpiła gwałtowna ekspansja zastosowań uczenia maszynowego w zarządzaniu ryzykiem kredytowym, wycenie instrumentów, handlu algorytmicznym oraz monitorowaniu stabilności systemowej. Badania wskazują, że ponad trzy czwarte największych instytucji finansowych na świecie wdrożyło już przynajmniej jedną klasę rozwiązań AI w obszarze zarządzania ryzykiem, co nadaje tej transformacji charakter fundamentalny.

Główne instytucje nadzorcze z rosnącą uwagą analizują to zjawisko. Bank Rozrachunków Międzynarodowych w swoim raporcie rocznym określa obecną falę automatyzacji jako AI wave, diagnozując jej dwoistą naturę: może ona z jednej strony zwiększyć efektywność analizy danych, a z drugiej stworzyć nowe formy ryzyka systemowego, związane z koncentracją modeli, błędami specyfikacji i możliwością skoordynowanych, błędnych reakcji algorytmów na rzadkie zdarzenia. Tę ambiwalencję

dostrzega również Bank Anglii, wskazując, że z punktu widzenia polityki makroostrożnościowej AI może zarówno wzmacniać, jak i osłabiać cykle kredytowe.

Dokładniejsze modele oceny ryzyka mogą bowiem skłaniać banki do selektywniejszego udzielania kredytu, ale jednocześnie mogą zwiększać skłonność do procyklicznego ograniczania finansowania, gdy dane zaczną wskazywać na pogorszenie jakości portfela. Europejski Bank Centralny uzupełnia ten obraz, zwracając uwagę na możliwość powstania nowych kanałów zarażenia kryzysem, transmitowanych poprzez wspólne, nieprzejrzyste modele – swoiste czarne skrzynki – stosowane symultanicznie przez wiele instytucji.

AI jako narzędzie strukturalnej manipulacji klientem

Jeszcze na długo przed epoką masowej sztucznej inteligencji prof. Mączyńska zdiagnozowała mechanizm zniewolenia konsumenta na pozornie wolnym rynku. Wskazywała, iż koniunkcja agresywnego marketingu, innowacyjnych instrumentów finansowych oraz fundamentalnej asymetrii informacji degraduje konsumenta z pozycji podmiotu świadomego wyboru do roli obiektu strukturalnej manipulacji, przymusowego uczestnika spirali zadłużenia. Wprowadzenie AI do tej konstelacji sił grozi jakościowym wzmocnieniem tej tendencji.

Kryzys 2007: upadek starego paradygmatu ekonomii

Recepcja myśli Turnera nie jest zjawiskiem odosobnionym; wpisuje się ona w szerszą reorientację paradygmatyczną w ekonomii, gdzie klasyczna makroekonomia, zogniskowana na relacji między inflacją, bezrobociem a wzrostem, ustępuje miejsca ujęciom znacznie bardziej złożonym. Nowe analizy uwzględniają rolę długu, nierówności majątkowych i przepływów kapitałowych jako fundamentalnych źródeł niestabilności. Thomas Piketty, badając długofalową dynamikę renty kapitałowej, wykazał, jak kumulacja majątku w rękach nielicznych prowadzi do strukturalnego niedoboru popytu, który bywa kompensowany ekspansją kredytu, zwłaszcza w klasach średnich aspirujących do wzorców konsumpcyjnych wyznaczanych przez szczytowe decyle dochodowe. To, co było teoretyczną intuicją, znalazło swoje empiryczne zakotwiczenie w badaniach Atifa Miana i Amira Sufiego, którzy precyzyjnie dowiedli, że spadek konsumpcji po 2008 roku był najgłębszy właśnie w regionach o najwyższym zadłużeniu hipotecznym, potwierdzając centralną rolę nawisu długu gospodarstw domowych w genezie recesji.

Równolegle na sile przybiera refleksja nad globalnym długiem publicznym i jego egzystencjalnymi pułapkami. Najnowsze raporty Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Światowego stwierdzają jednoznacznie, że obecny poziom zadłużenia państw przestał być problemem czysto ekonomicznym, stając się kwestią polityczną i moralną. Zmusza on bowiem rządy wielu krajów do tragicznego wyboru między obsługą abstrakcyjnego długu a realnymi inwestycjami w zdrowie, edukację czy transformację klimatyczną.

W tym kontekście odżywa debata o restrukturyzacji, czerpiąca inspiracje zarówno z historycznych koncepcji jubileuszy dłużnych, jak i z nowoczesnych mechanizmów uzależniających spłaty od wskaźników wzrostu gospodarczego.

Profesor Elżbieta Mączyńska, analizując gospodarkę polską w jej nieustannym splocie z globalnymi procesami, konsekwentnie argumentuje, że kategoria długu wymyka się prostej redukcji do rachunku księgowego. Jest ona raczej węzłowym punktem, w którym przecinają się relacje zaufania, odpowiedzialności i międzypokoleniowej sprawiedliwości. W jednym ze swoich tekstów przywołuje obraz społecznej gospodarki rynkowej – koncepcji mającej łagodzić destrukcyjne skutki nieokiełznanego kapitalizmu – którą współczesne praktyki finansjalizacji i kredytowania konsumpcji niemal całkowicie wypłukały z treści, pozostawiając po niej jedynie pusty slogan.

Nierówności majątkowe napędzają niestabilność rynków

Na tym tle Turner jawi się jako jeden z kluczowych uczestniczących obserwatorów przełomu paradygmatycznego, którego krytyka hipotezy rynków efektywnych i racjonalnych oczekiwań jest zbieżna z argumentacją Frydmana i Goldberga, podkreślających fundamentalną niepewność. Znajduje ona również dopełnienie w renesansie myśli Hymana Minsky’ego, opisującego endogenne cykle długu i niestabilności jako strukturalną cechę kapitalizmu finansowego, a nie przypadkowe odstępstwo od normy. Nowy paradygmat, choć niezespolony jeszcze w zamkniętą teorię, rysuje już swoje wyraźne kontury. Po pierwsze, nie ma w nim miejsca na ignorowanie długu w modelach makroekonomicznych. Po drugie, nie można zakładać, że finanse pełnią wyłącznie funkcję neutralnego pośrednika, toteż muszą być traktowane jako autonomiczny sektor z własną dynamiką, zdolny do generowania kryzysów. Po trzecie wreszcie, rośnie świadomość, że nierówności majątkowe i dochodowe są sprzężone z dynamiką długu, tworząc kombinację nadmiarowych oszczędności klasy rentierskiej oraz napędzanych kredytem potrzeb konsumpcyjnych uboższych warstw.

System finansowy jako nierozwiązywalna aporia

Aby uchwycić istotę problemu, warto przeprowadzić eksperyment myślowy, z pozoru prosty, lecz w istocie odsłaniający głęboką sprzeczność. Oznaczmy następujące twierdzenia, które stanowią fundamenty dwóch odmiennych wizji gospodarki:

P: Jeżeli sektor finansowy się rozrasta, to alokacja kapitału staje się bardziej efektywna.Q: Jeżeli alokacja kapitału staje się bardziej efektywna, to stabilność makroekonomiczna rośnie.R: Jeżeli sektor finansowy się rozrasta, to zadłużenie prywatne rośnie szybciej niż PKB.S: Jeżeli zadłużenie prywatne rośnie szybciej niż PKB, to gospodarka staje się podatna na kryzys długu i deflacji.

Przedkryzysowa ortodoksja traktowała zdania P oraz Q jako niemal oczywiste, co prowadziło do uznania implikacji $P \rightarrow Q$ za rodzaj ekonomicznego dogmatu. Jednak brutalne doświadczenie kryzysu z lat 2007–2008 dostarczyło empirycznego wsparcia dla zdań R oraz S. Ich jednoczesne przyjęcie prowadzi do nieuchronnego wniosku $R \rightarrow S$: to właśnie rozrost finansów okazał się skorelowany z rosnącą kruchością systemu, a nie z jego stabilizacją. Jeżeli system polityki gospodarczej ma zachować spójność, nie może jednocześnie podtrzymywać dwóch sprzecznych wniosków, zwłaszcza gdy twarde dane potwierdzają R i S, ale podważają Q.

Stajemy zatem przed koniecznością rewizji przynajmniej jednego z pierwotnych założeń. Adair Turner proponuje rozwiązanie radykalne: odrzucenie zdania P w jego najmocniejszej wersji, argumentując, że ekspansja finansowa nie tylko nie gwarantuje lepszej alokacji kapitału, ale wręcz może tworzyć warunki do powstawania niebezpiecznego długu. W tym punkcie czytelnik może sam zweryfikować logikę rozumowania. Jeśli bowiem uznamy R i S za fakty potwierdzone przez doświadczenie, a P i Q za podlegające weryfikacji hipotezy, jedynym wyjściem z logicznego impasu jest odrzucenie wiary w to, że rozrost finansów jest sam w sobie zjawiskiem pożądanym. Każda próba obrony P i Q zmusza do desperackich kroków: albo do zakwestionowania bolesnych faktów, albo – co byłoby intelektualną kapitulacją – do uznania, że ekonomia jest dziedziną wyjętą spod praw logiki.

W ten sposób przerost finansów odsłania swoją naturę jako strukturalna aporia. System, który w logice samowiedzy ekonomii neoklasycznej jawił się jako mechanizm dążący do doskonałości, w brutalnej perspektywie świata przeżywanego przez miliony zadłużonych rodzin okazał się generatorem niestabilności, niepewności i zniszczonych biografii.

> Czy w świecie, gdzie algorytmy coraz śmielej zarządzają ryzykiem i kreują dług, zaufanie nie stało się jedynie zmienną w równaniu, a nie fundamentem gospodarki? Może nadszedł czas, by zredefiniować, co rozumiemy przez rozwój, zanim iluzja wzrostu pochłonie resztki naszej wspólnej przyszłości? Czy jesteśmy skazani na taniec z długiem, czy odważymy się napisać nową choreografię?

Inspiracje

[1] **"Between debt and the devil"** Adair Turner

2015 | Princeton University Press

Adair Turner jest brytyjskim biznesmenem i naukowcem. Przewodniczył Urzędowi Nadzoru Usług Finansowych (FSA) i odegrał kluczową rolę w przeprojektowaniu globalnych regulacji bankowych. Przewodniczył również brytyjskiemu Komitetowi ds. Zmian Klimatu. Obecnie jest przewodniczącym Komisji ds. Transformacji Energetycznej.

Adair Turner *is a British businessman and academic. He chaired the Financial Services Authority (FSA) and played a key role in redesigning global banking regulation. He also chaired the UK Climate Change Committee. He is currently chair of the Energy Transitions Commission.*

Energy Transitions Commission

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:

[1] **"Economics After the Crisis – Objectives and Means"**

Adair Turner

2012 | MIT Press

Literatura pokrewna (Google Scholar):

[2] **"The Road to Serfdom"**

Friedrich August Von Hayek

1944 | London and Chicago

[3] **"The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It"**

Irving Fisher

1930 | Macmillan Company

Google Scholar

[4] **"The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises"**

Irving Fisher

1911 | Macmillan

Google Scholar

[5] **"Capital in the Twenty-First Century"**

Thomas Piketty

2013 | Éditions du Seuil

[6] **"House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again"**

Atif Mian, Amir Sufi

2014 | University of Chicago Press

Google Scholar

[7] **"Imperfect Knowledge Economics: Exchange Rates and Risk"**

Roman Frydman, Michael D. Goldberg

2007 | Princeton University Press

Google Scholar

[8] **"Beyond Mechanical Markets: Asset Price Swings, Risk, and the Role of the State"**

Roman Frydman, Michael D. Goldberg

2011 | Princeton University Press

Google Scholar

[9] **"Stabilizing an Unstable Economy"**

Hyman Minsky

1986 | Yale University Press

[10] **"Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises"**

Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber

2017 | Palgrave Macmillan

[11] **"The Big Cycle: How Nations Rise, Fall, and Predict the Future"**

Ray Dalio

2022 | Simon & Schuster

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] **"Are Large Deficits and Debt Dangerous?"**

Michael J. Boskin

2020 | American Economic Association

[2] **"The debt-deflation theory of great depressions"**

Irving Fisher

1933 | Econometrica

Google Scholar

[3] **"Mathematical Investigations in the Theory of Value and Prices"**

Irving Fisher

1892 | Transactions of the Connecticut Academy of Arts and Sciences

[4] **"Debt Overhangs: Past and Present"**

Carmen M. Reinhart, Vincent R. Reinhart, Kenneth S. Rogoff

2012 | NBER Working Papers

Google Scholar

[5] **"The Use of Knowledge in Society"**

Friedrich August Von Hayek

1945 | The American Economic Review

[6] **"The Pretence of Knowledge"**

Friedrich August Von Hayek

1989 | American Economic Review

[7] **"Impact of Sustainable Finance on Business Financial Performance: Insight from London Stock Exchange Firms"**

Md. Kafiul Islam, Muhammad Mohiuddin, Muhammad Nurul Hasan, Mohammad Rakibul Islam

2023 | MDPI

Google Scholar

[8] **"Global Income Inequality, 1820-2020: The Persistence and Mutation of Extreme Inequality"**

Lucas Chancel, Thomas Piketty

2021 | Journal of the European Economic Association

Google Scholar

[9] **"Brahmin Left Versus Merchant Right: Changing Political Cleavages in 21 Western Democracies, 1948-2020"**

Amory Gethin, Clara Martínez-Toledano, Thomas Piketty

2022 | Quarterly Journal of Economics

Google Scholar

[10] **"Income and Wealth Inequality in India, 1922-2023: The Rise of the Billionaire Raj"**

Nitin Kumar Bharti, Lucas Chancel, Thomas Piketty, Anmol Somanchi

2024 | HAL

Google Scholar

[11] **"Household Debt and Business Cycles Worldwide"**

Atif Mian, Amir Sufi, Emil Verner

2017 | The Quarterly Journal of Economics

[12] **"Indebted Demand"**

Atif Mian, Ludwig Straub, Amir Sufi

2021 | The Quarterly Journal of Economics

[13] **"Finance and Business Cycles: The Credit-Driven Household Demand Channel"**

Atif Mian, Amir Sufi

2018 | Journal of Economic Perspectives

Google Scholar

[14] **"Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009"**

Atif Mian, Amir Sufi

2010 | IMF Economic Review

[15] **"Corporate Debt Overhang and Credit Policy"**

Markus Brunnermeier, Arvind Krishnamurthy

2020 | Brookings Papers on Economic Activity

Google Scholar

[16] **"How Market Sentiment Drives Forecasts of Stock Returns"**

Roman Frydman, Nicholas Mangee, Joshua R. Stillwagon

2021 | Journal of Behavioral Finance

Google Scholar

[17] **"Expectations Concordance and Stock Market Volatility: Knightian Uncertainty in the Year of the Pandemic"**

Roman Frydman, Nicholas Mangee

2021 | Journal of Risk and Financial Management

Google Scholar

[18] **"The Snowball Effect in Public Finance: An OECD Study"**

Ion-l Catrina

2024 | Expert Journal of Economics

Google Scholar

[19] **"The imperfect knowledge imperative in modern macroeconomics and finance theory"**

Roman Frydman, Michael D. Goldberg

2013

Google Scholar

[20] **"Symmetry restrictions and the semblance of neutrality in exchange rate models"**

Michael D. Goldberg

1995 | Journal of Macroeconomics

Google Scholar

[21] **"Addressing uncertainty in economics and the economy"**

David Dequech

2025

Google Scholar

[22] **"The Financial Instability Hypothesis"**

Hyman Minsky

1992 | The Jerome Levy Economics Institute of Bard College

Google Scholar

[23] **"Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies"**

Hyman P. Minsky

1996 | Journal of Economic Issues

[24] **"Monetary financing with interest-bearing money"**

Richard Harrison, Ryland Thomas

2019 | Bank of England working papers

Google Scholar

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[25] "The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue"

Adair Turner

2015 | Institute for New Economic Thinking

APA ONE Publishing System

Fundacja Dobre Państwo © 2026

Article ID: 821b9af9-5d49-4818-83e3-bf9a799bf1f1