



## ■ Proponowane reformy walutowe i Eurosystemu

Frank Decker<sup>1</sup>

Globalny kryzys finansowy (2007) i europejski kryzys długu publicznego (2012) spowodował daleko idące zmiany w prowadzeniu polityki pieniężnej przez główne banki centralne, które do tej pory nie zostały odwrócone. Stopy procentowe pozostały bliskie zera, podczas gdy głównym narzędziem polityki stały się zakupy bezwarunkowe aktywów. Skala dokonanych interwencji była znaczna. Banki centralne Eurosystemu stały się dominującymi nabywcami i posiadaczami obligacji rządowych. Polityka polegająca początkowo na wybiórczych interwencjach w celu zwiększenia płynności z czasem przeistoczyła się w kierowane przez banki centralne programy zarządzania gospodarką, jakich nie widziano od lat 70. ubiegłego wieku, odwracając w ten sposób konsensus rynkowy wypracowany po serii bolesnych reform w latach 90. XX wieku. Konsensus z lat 90. podkreślał niezależność banków centralnych, a także znaczenie rynkowych stóp procentowych i cen długu publicznego, zakazując przy tym finansowania deficytów budżetowych przez banki centralne.

W związku ze skalą i charakterem interwencji po raz kolejny pojawiły się głosy wzywające do przeprowadzenia gruntowniejszych reform obecnego systemu. Ich słuszności dowodzą dodatkowo bieżące wydarzenia, które podały w wątpliwość długofalową stabilność Eurosystemu, pokazując przy tym, że problemy wynikające z pierwotnej jego konstrukcji nadal nie zostały rozwiązane. Dyskusje na temat spłaty włoskiego długu publicznego będącego w posiadaniu Eurosystemu są tego najnowszą ilustracją. W niniejszym artykule omówiono pięć najważniejszych propozycji reform walutowych w zakresie Eurosystemu: (1) pieniądz państwowy, (2) 100% pokrycia depozytami, (3) pieniądz mający pokrycie w towarze, (4) konkurencyjne fiducjarne środki

---

<sup>1</sup> Niniejszy artykuł zamieszczony w Biuletynie opiera się na: Decker (2017).

**Redakcja:**

Radosław Grodzki

Jacek Kubera

(redaktor naczelny)

Piotr Kubiak

Krzysztof Malinowski

**Korekta:**

Hanna Różanek

Nr 348/2018

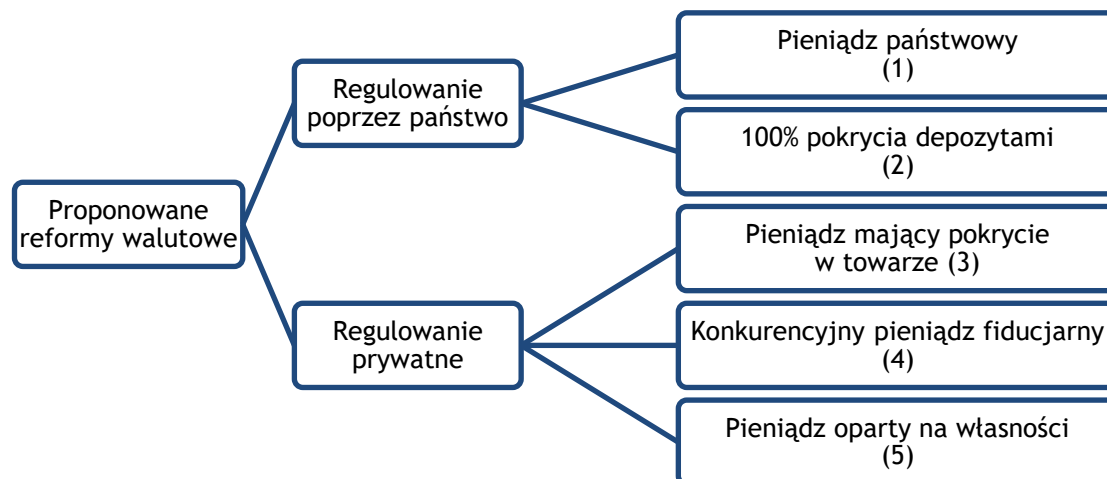
20.06.18

ISSN 2450-5080

Biuletyny dostępne  
także dzięki:  
NEWSLETTER IZ  
FACEBOOK  
SCRIBD  
LINKEDIN  
TWITTER

pieniężne oraz (5) pieniądź oparty na własności. Podczas gdy propozycje (1) i (2) podkreślają znaczenie interwencji państwa, propozycje (3), (4) i (5) dążą do uporządkowania systemu walutowego przez podmioty prywatne w oparciu o rynek (zob. ryc. 1).

Ryc. 1. Proponowane reformy walutowe



W koncepcji pieniądza państwowego (propozycja nr 1) pieniądź powstaje w wyniku decyzji o wydatkach podejmowanych przez państwo. Pieniądź banku centralnego jest zrównany z długiem publicznym. Z powyższego podejścia wywodzi się pojęcie pieniądza fiducjarnego definiowanego jako „emitowany przez rząd papier” mający status prawnego środka płatniczego (Friedman 1987, s. 7). Bank centralny zobowiązany jest do pełnienia roli władzy monetarnej kierującej się ogólnymi przesłankami społecznymi i gospodarczymi. Z perspektywy pieniądza państwowego zasadne wydają się stałe i bezwarunkowe zakupy długu państw członkowskich UE dokonywane w ostatnich latach przez Eurosystem. Zakupy te stabilizowały *spready* niemieckich obligacji rządowych i peryferyjnych państw członkowskich Eurosystemu. Służyły one ochronie instytucji prywatnych, a w szczególności banków, w których portfelach znajdowały się pokaźne, potencjalnie niespłacalne długi publiczne. Wychodząc z założenia, że pieniądź banku centralnego i dług publiczny są zamienne, koncepcja pieniądza państwowego zakłada, że dług publiczny nie podlega ryzyku utraty płynności i niespłacenia. Posiadacze obligacji należy objąć ochroną opartą na nieograniczonej zdolności państwa do spieniężenia swojego zadłużenia i przeniesienia ciężaru poniesionych strat na społeczeństwo poprzez inflację. W podejściu tym trwała reforma Eurosystemu wymaga zatem stworzenia europejskiego pieniądza państwowego. Cel ten osiągnąć można za pośrednictwem Europejskiego Skarbu Państwa, emisji euroobligacji oraz europejskiego organu walutowego, który monetyzowałby i stabilizował ceny długu publicznego.

Kolejny krok, idący jeszcze dalej w kierunku zdominowania polityki walutowej przez państwo, proponowany jest przez system „100% pokrycia depozytami” (propozycja nr 2). Ten stworzony w następstwie wielkiego kryzysu gospodarczego lat 30. XX wieku program zyskał swego czasu poparcie wielu wybitnych ekonomistów akademickich. Stał on u podstaw szwajcarskiej inicjatywy reformatorskiej, która doprowadziła

do nieudanego referendum przeprowadzonego w tej sprawie w czerwcu 2018 r. Program „100% pokrycia depozytami” zwiększa wpływ państwa na tworzenie wszystkich ważnych środków płatniczych, w tym lokat bankowych. W jego ramach banki nie mogą już kreować depozytów na żądanie poprzez udzielanie kredytów. Banki są bowiem sprowadzone do roli pośredników w obrocie istniejącego już pieniądza państwowego. Pieniądz państwowy tworzony jest przez oddział emisyjny banku centralnego (pełniącego rolę organu monetarnego) i wprowadzany do obiegu za pomocą wydatków publicznych, kończąc tym samym chroniczne problemy finansowe agencji publicznych. Zwolennicy systemu „100% pokrycia depozytami” twierdzą również, że władza walutowa może przeciwdziałać wystąpieniu cykli koniunkturalnych, kontrolując podaż pieniądza, która nie byłaby już sterowana przez banki prywatne, lecz podlegałaby w pełni kontroli państwa (Huber 2004).

W przeciwieństwie do propozycji „pieniądza państwowego” i „100% pokrycia depozytami”, propozycja reformy odwołująca się do tradycji towarowego podejścia do pieniądza (propozycja nr 3) oferuje wizję „pieniądza bez udziału państwa”, kładąc nacisk na porządkowanie spraw monetarnych przez podmioty prywatne. Zwolennicy pieniądza mającego pokrycie w towarze dążą do zniesienia uprzywilejowanego statusu banków centralnych, niedopuszczania do interwencji rządu w sprawy monetarne i zniesienia systemu bankowego opartego na rezerwach cząstkowych. Znana jest tu zasada „dolar w 100% kryty złotem”, propagowana przez czołowych zwolenników austriackiej szkoły ekonomii. Propozycja zakłada likwidację Systemu Rezerw Federalnych oraz ustawy wymóg 100% pokrycia wszystkich roszczeń bankowych (Rothbard 1962, s. 61, 69-70). Pojawienie się „kryptowalut” dało zwolennikom tej koncepcji dodatkowe wsparcie, ponieważ postrzegane są one częściowo jako nowoczesne alternatywy dla złota.

Kolejną propozycją szkoły austriackiej jest bankowość niezależna i zdenacjonalizowana. Celem tego podejścia jest wdrożenie konkurencyjnego pieniądza fiducjarnego poprzez uniemożliwienie bankom centralnym działania w charakterze monopolistycznych dostawców oficjalnego środka płatniczego i przeniesienie tego przywileju na szereg konkurencyjnych ze sobą banków (propozycja nr 4). W programie tym zakłada się, że siły rynkowe wypromują banki, które najlepiej zabezpieczają wartość swojej waluty w odniesieniu do koszyka towarów. Oczekuje się, że banki prywatne zdobędą przewagę nad państwowymi bankami centralnymi, powodując, że te drugie staną się zbędne (Hayek 1976).

Kolejną ważną, choć nieco mniej znaną propozycją reformy (propozycja nr 5), w której nacisk kładzie się na regulacje prywatne, stanowi koncept „pieniądza opartego na własności” opracowany przez zespół niemieckich ekonomistów w latach 90. XX wieku (Heinsohn i Steiger 2013). W ich ujęciu pieniądz tworzony jest, gdy wierzyciel, np. bank (prywatny bądź centralny), emituje pieniądz dla dłużnika w zamian za zabezpieczony kredyt. Pieniądz jest pochodną lub monetyzacją własności, ponieważ opiera się na kapitale wierzyciela i zabezpieczeniu wniesionym przez dłużnika. Historia pokazuje, że okresy silnego pieniądza zbiegały się w czasie z występowaniem systemów monetarnych tworzących pieniądz na takich właśnie podstawach. Heinsohn i Steiger twierdzą, że koncepcja pieniądza fiducjarnego czy też państwowego nie uwzględnia należycie zasad koniecznych dla tworzenia solidnego pieniądza i że pie-

niądź państwowy jest charakterystyczny dla gospodarek nakazowych oraz reżimów z błędną polityką monetarną prowadzącą do wysokiej inflacji.

Sugerowana propozycja reformy jest funkcjonalna w istniejących ramach bankowości centralnej i zawiera szereg zasad dotyczących tworzenia solidnego pieniądza banku centralnego (Heinsohn i Steiger 1996, 2013; Stadermann 2010), które podsumować można w pięciu punktach:

- *Zasada 1: Zakaz finansowania rządu* – centralny bank emitujący pieniądź nie może finansować długu publicznego ani udzielać bezpośrednich pożyczek rządowi;
- *Zasada 2: Wystarczający kapitał* – centralnemu bankowi emitującemu pieniądź potrzebny jest kapitał; nie powinien on podejmować ryzyka nieproporcjonalnego do posiadanego kapitału;
- *Zasada 3: Należyte zabezpieczenie* – pieniądź należy tworzyć na bazie solidnego i rynkowego zabezpieczenia pochodzącego od podmiotów trzecich;
- *Zasada 4: Operacje refinansowania opatrzone niskim ryzykiem* – operacje refinansowania należy realizować poprzez krótkoterminowe kredyty lub operacje otwartego rynku z prawem odkupu. Zakupy bezwarunkowe aktywów należy ograniczyć do operacji walutowych pokrytych wskazanym w tym celu kapitałem;
- *Zasada 5: Rynkowe stopy procentowe* – w zakresie wyznaczania stóp procentowych banki centralne powinny podążać za rynkiem, a nie sterować nim.

Zgodnie z powyższym podejściem bank centralny nie jest organem monetarnym. Jest on przede wszystkim bankiem, który obsługuje inne banki, jest zarządzany jak prywatne przedsiębiorstwo realizujące swój mandat z naciskiem na refinansowanie własności po rynkowych stopach procentowych. Wyklucza to gromadzenie przez bank centralny znacznych zasobów długu publicznego lub jego monetyzację. Niemiecki Bundesbank i Narodowy Bank Szwajcarii stanowiły wzór tego typu bankowości centralnej.

Ta wąska definicja bankowości centralnej rozumianej jako refinansowanie własności zobowiązuje bank centralny do działania jako pożyczkodawca ostatniej instancji, tj. udzielania kredytów z solidnym zabezpieczeniem w czasach kryzysu. Bank centralny nie może jednakże bezpośrednio rekapitalizować banków ani zapewniać instytucjom niebędącym bankami brakujących im zabezpieczeń koniecznych do zaciągania nowych kredytów. Tylko państwo może pomagać upadłym instytucjom, dokonywać ich restrukturyzacji i ustanawiać zgodne z prawem sposoby przywracania zdolności kredytobiorczej obywateli. Model zakłada zatem, że państwo jest gotowe występować w roli „właściciela ostatniej instancji” (Heinsohn i Decker 2010). Z tej perspektywy lepsze są bezpośrednie płatności transferowe, tymczasowa nacjonalizacja lub nawet redystrybucja własności niż środki pomocowe uzyskane przez bank centralny. Ostatecznie zdolność finansowa państwa opiera się na jego zdolności do podnoszenia podatków, a nie na domniemanym dostępie do prasy drukarskiej.

Na tej podstawie możliwe są rozmaite konfiguracje wdrażania wspólnej waluty. Można na przykład stworzyć system posiadający jeden europejski bank centralny (będący monopolistą w zakresie emisji banknotów euro), sprowadzając tym samym krajowe banki centralne do roli zwyczajnych oddziałów. Alternatywą jest tu federa-

cja niezależnych krajowych banków centralnych emitujących banknoty denominowane w euro. Na banknotach tych wskazany byłby emitent, przy czym banki wzajemnie akceptowałyby swoje banknoty po wartości nominalnej. W celu ochrony zasad solidnego pieniądza (zasady 1-5) konieczne byłoby jednak wprowadzenie szerokich uprawnień kontrolnych nad poszczególnymi krajowymi bankami centralnymi. Ponadto, jak wskazywano już przed laty, funkcjonalny system wymagałby również istnienia głównego banku centralnego, który pełniłby obowiązki pożyczkodawcy ostatniej instancji i centralnej instytucji monetarnej dla całego systemu (Heinsohn i Steiger 2002, s. 14-15). Instytucja taka musiałaby korzystać ze wsparcia silnego budżetu europejskiego „co sugeruje konieczność ustanowienia wysokiego podatku europejskiego” (Spethmann i Steiger 2005, s. 63). Zarówno wymagana funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji pełniona w imieniu systemu, jak i centralny organ podatkowy są kluczowymi elementami brakującymi w pierwotnym projekcie Eurosystemu.

Oceny różnych propozycji reformy monetarnej sugerują, że:

1. Pieniądz państwowy jest charakterystyczny dla systemów nakazowych organizujących działania wojenne lub reżimów totalitarnych. Keynesowskie metody zarządzania gospodarką, które łączyły politykę monetarną i fiskalną i które pojawiły się w czasie II wojny światowej oraz w kolejnych latach w okresie powojennym, doprowadziły do niewłaściwej alokacji zasobów i zostały zdyskredytowane w okresie Wielkiej Inflacji w latach 70. XX wieku;
2. Podejście „100% pokrycia depozytami” prawdopodobnie ograniczy elastyczność kredytu, ponieważ dystrybucja środków płatniczych dokonywana byłaby przez organ centralny. Można oczekiwać, że spowolniłoby to rozwój gospodarczy, ograniczyłoby konkurencyjność oraz doprowadziłoby do pojawienia się zamienników pieniądza w sektorze nieuregulowanym. Skutkiem byłoby też poluznienie dyscypliny fiskalnej w sektorze rządowym;
3. Pieniądz mający pokrycie w towarze w połączeniu z zakazem stosowania częściowej bankowości rezerwowej i 100% pokryciem lokat bankowych jest sprzeczny z zasadą gospodarki opartej na własności, której celem jest zmonopolizowanie aktywów i uniknięcie fizycznego przeniesienia posiadania. Wymóg stosowania pieniądza mającego pokrycie w towarze ograniczyłby swobody obywatelskie i prawa własności, spowolniłoby rozwój gospodarczy, a także doprowadziłoby do pojawienia się zamienników pieniądza w sektorze nieuregulowanym;
4. Konkurencyjny pieniądz fiducjarny wymagałby przyznania podmiotom prywatnym uprawnień do emisji formalnych środków płatniczych. Mogłoby to nastąpić jedynie przy znaczącym nadzorze regulacyjnym, co z kolei zniwelowałoby korzyści wynikające z rezygnacji z obecnego modelu banku centralnego;
5. Pieniądz oparty na własności, w którym banki centralne działają w ramach ściśle określonego mandatu jako podmioty refinansujące własność, pozostaje atrakcyjną opcją. Model ten wymaga jednak wsparcia ze strony centralnego budżetu państwa gotowego do przyjęcia na siebie roli właściciela ostatniej instancji.

Ani pieniądz mający pokrycie w towarze, ani zasada 100% pokrycia depozytami, ani też konkurencyjne fiducjarne środki pieniężne nie stanowią realnej opcji zreformowania Eurosystemu. Najnowsze tendencje reform podążają w kierunku koncepcji

pieniądza państwowego. Widoczne jest to w gromadzeniu znacznych rządowych obligacji w Eurosystemie oraz funkcjonowaniu Eurosystemu jako *de facto* pożyczkodawcy ostatniej instancji dla rządów państw strefy euro. Jak już wspomniano, systemy pieniądza państwowego ani nie są pożądane, ani nie są stabilne w dłuższym okresie. Pomyślnie wdrożenie wspólnej europejskiej waluty opartej na własności wymagałoby istnienia głównego banku centralnego dla całej strefy walutowej i silnego europejskiego budżetu. W obecnej sytuacji obie te instytucje napotykają znane powszechnie bariery natury politycznej i konstytucjonalnej, nawet w mniejszej grupie państw członkowskich. Alternatywą jest przywrócenie walut krajowych. Analiza dostępnych opcji reformy walutowej Eurosystemu sugeruje zatem zasadność decyzji Polski o zachowaniu waluty krajowej.

- Decker F. (2017), *Central Bank or Monetary Authority? Three Views on Money and Monetary Reform*, „Economic Affairs” 37(3), p. 343-356.
- Friedman M. (1987), *Quantity theory of money*, in J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman (eds), „The New Palgrave Dictionary of Economics” London: Macmillan.
- Hayek F. A. (1976), *Denationalisation of Money*, London: The Institute of Economic Affairs (2007).
- Heinsohn G. and F. Decker (2010), *A property economics explanation of the global financial crisis*, in R. W. Kolb (ed), *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*, Hoboken NJ: John Wiley & Sons.
- Heinsohn G. and O. Steiger (2002), *The Eurosystem and the Art of Central Banking*, ZEI Working Paper B11.
- Heinsohn G. and O. Steiger (2013), *Ownership economics*, translated and edited with comments and additions by F. Decker, London: Routledge.
- Huber J. (2004), *Reform der Geldschöpfung - Wiederherstellung des staatlichen Geldregals durch Vollgeld*, „Zeitschrift für Sozialökonomie” 242, September, p. 13-21.
- Rothbard M. N. (2001), *The Case for a 100 Percent Gold Dollar*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- Stadermann H.-J. (2010), *Geldangebot der Zentralbank als Marktvorgang*, in D. Ehrig and U. Staroske (eds), *Eigentum und Recht und Freiheit. Otto Steiger zum Gedenken*, Marburg: Metropolis.
- Spethmann D. and O. Steiger (2005), *The Four Achilles' Heels of the Eurosystem*, „International Journal of Political Economy” 34(2), p. 46-68.

Tezy zawarte w tekście wyrażają jedynie opinie autora.

Tekst powstał w ramach Serii Specjalnej Biuletynów IZ „Euro - szanse i zagrożenia”. Prezentowane analizy i opinie dotyczą funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej, możliwych jej przekształceń oraz konsekwencji przyjęcia przez Polskę wspólnej waluty lub pozostawania poza strefą euro. Kolejne numery Biuletynu będą przybliżały te kwestie z różnych perspektyw.

**Frank Decker** – honorowy współpracownik (Associate) University of Sydney Law School. Jego zainteresowania badawcze obejmują ekonomiczną rolę i wpływ praw własności, ekonomii monetarnej i historii gospodarczej. Ostatnio opublikował rozdział o Australii i Nowej Zelandii (współautorstw S. McCrackena) w „Research Handbook on Central Banking” pod redakcją Petera Conti-Browna i Rosy Marii Lastra (E Elgar 2018).