

UGW jako system autodestrukcyjny

Autor: Philipp Bagus

Euro a tragedia wspólnego pastwiska

Zewnętrzne efekty istnienia monopolistycznego producenta pieniędzy oraz systemu bankowości opartej na rezerwach cząstkowych, regulowanego przez bank centralny, występują w krajach Zachodu powszechnie. Jednak skutek wprowadzenia euro pojawiły się nowe, dotąd nieznane efekty zewnętrzne. Tworzą one trzecią grupę efektów zewnętrznych (obok dwóch, które zostały już omówione). Instytucjonalne powiązanie systemu euro z UGW pozwala wszystkim krajom, w których wprowadzono tę walutę, wykorzystywać EBC do finansowania swoich deficytów.



Krajowy bank centralny może finansować deficyty pojedynczego rządu, kupując jego obligacje lub akceptując je jako zabezpieczenie nowych pożyczek dla systemu bankowego. Tymczasem po wprowadzeniu euro jeden bank centralny, mianowicie EBC, umożliwia finansowanie wielu rządów.

Gdy państwa zrzeszone w UGW mają do czynienia z deficytami, emitują obligacje. Dużą część tych obligacji kupują banki¹. Kupują je chętnie, gdyż EBC akceptuje je jako najlepsze zabezpieczenie w operacjach pożyczkowych². Ponadto regulacje zobowiązują banki do trzymania określonej części funduszy w postaci „aktywów płynnych wysokiej jakości”, co zachęca je do inwestowania w obligacje rządowe. Banki potrzebują ich i czerpią zyski z ich posiadania. Oferując obligacje jako zabezpieczenie, mogą uzyskać od EBC nowe pieniądze.

Oto jak działa ten mechanizm: za pomocą ekspansji kredytowej banki tworzą nowe pieniądze. Wymieniają je na rządowe obligacje i używają ich do zrefinansowania w EBC. Rezultat jest taki, że rządy finansują swoje deficyty za pomocą nowych pieniędzy stworzonych przez banki, zaś banki otrzymują nową

bazę monetarną, zobowiązując się utrzymywać obligacje rządu jako zabezpieczenie kredytu³.

Cel jest czytelny: redystrybucja. Pierwsi użytkownicy nowych pieniędzy odnoszą korzyści. Rządy i banki mają do dyspozycji więcej pieniędzy; czerpią korzyści z tego, że mogą nadal kupować po cenach, które jeszcze nie wzrosły wskutek pojawienia się nowych pieniędzy. Zysk pieniężny rośnie. Im wyższe deficyty oraz im więcej rządy emitują obligacji, tym bardziej wzrastają ceny i dochody. Gdy ceny i dochody w kraju o wysokim deficycie rosną, nowe pieniądze zaczynają docierać za granicę, gdzie efekt wzrostu cen nie jest jeszcze odczuwalny. Następuje import dóbr i usług z innych krajów UGW, w których ceny jeszcze nie wzrosły. Nowe pieniądze rozlewają się po całej unii walutowej.

W UGW wygrywają na tym kraje, które mają deficyt. Oczywiście są też ofiary tej monetarnej redystrybucji. Późniejsi użytkownicy nowo stworzonych pieniędzy to przede wszystkim mieszkańcy tych krajów członkowskich, które mają niższy deficyt. Ponoszą straty, gdyż ich dochody zaczynają rosnać dopiero wtedy, kiedy ceny już wzrosły. Orientują się, że ich realny dochód jest mniejszy, niż im się zdawało. W UGW zyski ze wzrostu podaży pieniądza trafiają do pierwszych użytkowników nowego pieniądza, zaś straty spowodowane spadkiem siły nabywczej jednostki pieniądza ponoszą wszyscy użytkownicy wspólnej waluty. W krajach UE nie tylko spada siła nabywcza pieniądza z powodu nadmiernych deficytów, lecz także wzrastają stopy procentowe wskutek nadmiernego popytu krajów, która mają najwyższe zadłużenie. Kraje, które prowadzą bardziej odpowiedzialną politykę fiskalną, muszą płacić od swoich długów wyższe odsetki z powodu rozrzutności innych krajów. W konsekwencji dochodzi do tragedii wspólnego pastwiska. Każdy rząd utrzymujący deficyt może czerpać zyski kosztem innych rządów, które prowadzą bardziej zrównoważoną politykę budżetową⁴.

Wyobraźmy sobie, że kilka osób ma maszyny drukarskie, za pomocą których drukują ten sam pieniądz fiducjarny. Mają one motywację, by drukować pieniądze i wydawać je, przyczyniając się do wzrostu cen. Korzyści z tego procederu (wyższe dochody) czerpią właściciele maszyn drukarskich, podczas gdy jego koszty (spadek siły nabywczej pieniądza) ponoszą wszyscy użytkownicy waluty. W rezultacie pojawia się bodziec, aby drukować pieniądze możliwie jak najszybciej. Właściciel maszyny drukarskiej, który nie zrobi z niej użytku, będzie

jedynie obserwował wzrost cen. Inni właściciele maszyn użyją ich, by zyskać na spadku siły nabywczej, za który zapłacą pozostali właściciele maszyn drukarskich. Ten, kto drukuje najszybciej, zyskuje kosztem tych, którzy drukują wolniej. Mamy tu do czynienia z „czystą” tragedią wspólnego pastwiska. Nie występują tu ograniczenia eksploatacji zasobu⁵. Podobnie jak w wypadku publicznych zasobów naturalnych pojawia się nadmierna eksploatacja, która doprowadza do wyczerpania zasobu. W wyniku krachu hiperinflacyjnego dochodzi do unicestwienia waluty.

Przykład kilku właścicieli maszyn drukarskich, które służą do druku tej samej waluty, pozwala obrazowo przedstawić zagadnienie, choć nie jest precyzyjną ilustracją funkcjonowania UGW. Analiza różnic między tym, co się dzieje w opisanym przykładzie, a tym, jak funkcjonuje UGW, pomoże nam wyjaśnić, dlaczego w Eurosystemie nie dochodzi do czystej tragedii wspólnego pastwiska oraz dlaczego euro jeszcze nie zniknęło. Najbardziej oczywista różnica polega na tym, że deficytowe kraje nie mogą drukować euro bezpośrednio. Rządy mogą tylko emitować własne obligacje. Nie ma żadnej gwarancji, że banki kupią te obligacje i wykorzystają je jako zabezpieczenie dla kredytów udzielanych przez EBC.

Z kilku powodów działanie rządów może się skończyć niepowodzeniem. Oto one:

1. Banki mogą nie kupić rządowych obligacji i nie wykorzystać ich jako zabezpieczenia kredytu, jeśli taka operacja okaże się nieatrakcyjna. Oprocentowanie rządowych obligacji może być zbyt niskie w porównaniu z odsetkami, które płacą za pożyczki zaciągane w EBC. Rządy muszą więc zaoferować wyższe zyski, aby przyciągnąć banki, czyli nabywców.
2. Ryzyko niespłacenia obligacji może odstraszyć banki. W UGW ryzyko niespłacenia zostało ograniczone dzięki domniemanej gwarancji wsparcia finansowego. Zakładano, że gdy tylko dany kraj wprowadzi euro, nigdy nie opuści UGW. Euro jest całkiem poprawnie postrzegane jako projekt polityczny oraz krok w kierunku integracji politycznej. Jacques Delors przyznał to otwarcie w lutym 1995 roku: „UGW zapewnia na przykład wszystkim członkom akceptację ich długu”⁶.

Niewypłacalność kraju członkowskiego i związane z tym jego wystąpienie z Unii byłoby postrzegane nie tylko jako porażka euro, ale i porażka socjalistycznej

wersji Unii Europejskiej. Ze względów politycznych właściwie nie dopuszcza się takiej możliwości. Panuje przekonanie, że w najgorszym wypadku silniejsze kraje członkowskie poratują słabsze. Nim dojdzie do bankructwa, kraje takie jak Niemcy zagwarantują obligacje krajów śródziemnomorskich. Gwarancje znacznie ograniczyły ryzyko niespłacenia rządowych pożyczek krajów członkowskich.

Domniemane gwarancje stały się obecnie jawne. Grecji przyznano ze środków państw strefy euro i Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) pakiet ratunkowy w wysokości 110 miliardów euro⁷. Ponadto obiecano 750 miliardów euro na przyszłe wsparcie finansowe innych krajów członkowskich⁸.

3. EBC mógłby odmówić zaakceptowania określonych obligacji jako zabezpieczenia dla udzielanych kredytów. Wymaga on pewnej minimalnej oceny do przyjęcia zabezpieczenia⁹. Przed kryzysem finansowym z 2008 roku minimalna ocena wynosiła A-. W czasie kryzysu obniżono ją do BBB-. Jeśli oceny obligacji spadną poniżej minimum, nie mogą być akceptowane jako zabezpieczenie. Ryzyko jest jednak dość niskie. EBC prawdopodobnie nie pozwoli w przyszłości na upadek państwa, ponieważ w przeszłości dokonywał już odpowiednich zmian w zasadach akceptowania zabezpieczeń. Planowano, że obniżka minimalnej oceny do BBB- miała zakończyć się po roku. Kiedy stało się jasne, że Grecja nie utrzyma oceny co najmniej A-, działanie tej zasady przedłużono o kolejny rok. Ostatecznie EBC, wbrew oficjalnie głoszonej zasadzie niestosowania specjalnych reguł wobec poszczególnych krajów, ogłosił, że zaakceptuje greckie papiery dłużne, nawet jeśli będą one oceniane jako „śmieciowe”¹⁰.

4. Ryzyko utraty płynności, związane z wykorzystywaniem EBC do refinansowania za pomocą rządowych obligacji jako zabezpieczenia kredytu, może odstraszyć banki. Rządowe obligacje mają zazwyczaj dłuższy termin spłaty niż pożyczki udzielane przez EBC. W ofercie kredytowej EBC dostępne są tradycyjnie jednotygodniowe oraz trzytygodniowe pożyczki. W czasie kryzysu maksymalny termin został wydłużony do jednego roku. Niemniej większość rządowych obligacji nadal ma dłuższy termin niż operacje pożyczkowe EBC z terminem spłaty nawet do 30 lat. W rezultacie pojawia się ryzyko, że ocena obligacji spadnie, zanim upłynie ich termin, oraz że EBC może przestać akceptować je jako zabezpieczenie kredytu. W takim wypadku EBC przestałby

udzielać prolongaty na spłatę pożyczek zabezpieczonych rządowymi obligacjami, co wywołałoby problemy z płynnością banków.

Ryzyko związane z możliwością prolongaty spłaty jest względnie niskie; oceny ratingowe są podparte domniemaną gwarancją finansowego wsparcia oraz polityczną gotowością ratowania projektu euro, co zresztą pokazał kryzys długów publicznych. Inną konsekwencją utraty płynności może być wzrost odsetek pobieranych przez EBC. Ostatecznie mogą one być wyższe niż stała stopa długoterminowych obligacji rządowych. Ryzyko jest ograniczone przez wystarczająco duży spread między rentownością rządowych obligacji a stopami procentowymi stosowanymi przez EBC. Ponadto wartość rynkowa obligacji może z czasem zmaleć. Jeśli to nastąpi, to dług, dla którego obligacje są zabezpieczeniem, musi być częściowo spłacony lub należy uzupełnić zabezpieczenie¹¹.

5. Stosowane przez EBC haircuty na zabezpieczeniach kredytu nie pozwalają na pełne refinansowanie. Bank oferujący jako zabezpieczenie obligacje warte milion euro nie otrzymuje od EBC pożyczki w wysokości 1 miliona euro, lecz mniejszą kwotę. Różnica między wartością obligacji a kwotą pożyczki zależy od zastosowanego na zabezpieczeniach pożyczek haircutu. EBC rozróżnia pięć różnych kategorii zabezpieczeń wymagających odmiennych haircutów. Najmniejsze haircuty stosuje się w wypadku obligacji rządowych¹². EBC dotuje w ten sposób wykorzystywanie ich jako zabezpieczenia dla innych instrumentów dłużnych wspierających pożyczki rządu.

6. EBC może nie zaspokoić całości zapotrzebowania na nowe pożyczki. Banki mogą zaofერować jako zabezpieczenie więcej obligacji, niż ilość, którą EBC jest skłonny zaakceptować do udzielenia pożyczek. W warunkach restrykcyjnej polityki monetarnej nie każdy bank, który zaofერuje rządowe obligacje jako zabezpieczenie, otrzyma pożyczkę. Niemniej z przyczyn politycznych, przede wszystkim ze względu na potrzebę utrzymania projektu euro, EBC zapewne spełni te żądania, zwłaszcza w razie kłopotów jakiegoś rządu. Tak było w czasie kryzysu finansowego, kiedy EBC zaczął oferować rynkom nieograniczoną płynność. Zaspakajano każde zapotrzebowanie na pożyczkę — pod warunkiem wystarczającego zabezpieczenia.

Chociaż w Eurosystemie nie doszło jeszcze do tragedii wspólnego pastwiska w czystej postaci, to jest już ona bardzo bliska. Obecny kryzys

sprawia, że zbliżamy się do niej z powodu dokonywanych przez EBC bezpośrednich zakupów rządowych obligacji: w maju 2010 roku¹³ EBC ogłosił że w celu ratowania projektu euro dokona bezpośredniego zakupu obligacji. Jeśli jakiś rząd doprowadzi do powstania deficytu, może wyemitować obligacje, które kupią banki, a od nich odkupi je EBC. Metoda ta pozwala uniknąć okrężnych operacji pożyczkowych EBC. Kupuje on obligacje w całości. Za pomocą tej innowacji wyeliminowano większość zagrożeń obarczających system bankowy, o jakich tu pisałem.

Tragedia euro polega na zachęcie do zwiększania deficytów, emitowaniu rządowych obligacji oraz zmuszaniu wszystkich państw posługujących się euro do tego, by ponosiły koszty nieodpowiedzialnej polityki. Są to koszty wynikające ze spadku siły nabywczej euro¹⁴. Wobec takiej zachęty politycy nie wahają się zwiększać deficytów. Dlaczego mieliby finansować wzrost wydatków przez podwyższenie niepopularnych podatków, skoro mogą po prostu wyemitować obligacje, które zostaną kupione za nowo wyprodukowane pieniądze? Prowadzi to wprawdzie do wzrostu cen w całej UGW, ale dlaczego rząd nie miałby obciążyć innych kosztami swoich wydatków?

Pokusa nadużycia ma różną siłę w poszczególnych państwach. Rządy większych państw wywierają dużą presję inflacyjną, mają wysokie deficyty, a ich kraj może być za duży na to, by otrzymać skuteczną pomoc. Tymczasem rządy mniejszych państw nie wywierają dużej presji inflacyjnej, nawet jeśli mają duże deficyty, ponieważ wpływ wytwarzanego przez nie pieniądza na całą Eurostrefę jest niewielki. Ponadto małe państwa mogą oczekiwać, że w razie potrzeby otrzymają pomoc od większych. Nic więc dziwnego, że krajowe kryzysy długu są bardziej dotkliwe w małych państwach, takich jak Grecja, Irlandia czy Portugalia.

Tragedię euro potęguje charakterystyczna dla rządów demokratycznych krótkowzroczność¹⁵: zamiast na długofalowych skutkach swoich decyzji, politycy koncentrują się na najbliższych wyborach. Aby zdobyć jak najwięcej głosów, wykorzystują wydatki publiczne oraz sprzyjają określonym grupom wyborców. Zwiększanie deficytów pozwala odsunąć rozwiązanie problemów na później bądź przerzucić je na barki innych krajów Eurostrefy. Przywódcy państw UGW wiedzą, jak obarczyć innych kosztami rządowych wydatków, przesuając je w przestrzeni geograficznej lub odsuwając w czasie. W przestrzeni geograficznej koszty wędrują do wszystkich państw strefy euro jako wzrost cen. Wędrowka kosztów w

czasie polega na tym, że rozwiązanie problemów wywoływanych przez zwiększanie deficytu zostawia się innym politykom, mianowicie tym, którzy dojdą do władzy w odległej przyszłości. Problem długu publicznego, narastającego wraz ze zwiększaniem deficytu w poszczególnych państwach, może doprowadzić do narzucenia przez UGW cięć w wydatkach.

Pokusa zwiększania deficytu w UGW jest trudna do odparcia. Podobnie jak w przykładzie z maszynami drukarskimi poszczególne państwa osiągają zyski z utrzymywania deficytu wyższego niż deficyt innych krajów. Aby czerpać korzyści z redystrybucji, należy drukować szybciej od pozostałych. Tempo wzrostu zysków pieniężnych musi być szybsze niż tempo spadku siły nabywczej pieniądza.

Ta fatalna pokusa bierze się ze specyficznej instytucjonalnej struktury UGW: jednego banku centralnego. Wiedziano o tym, kiedy powstawał projekt UGW. W Traktacie z Maastricht (Traktacie dotyczącym Unii Europejskiej) umieszczono zasadę zakazującą ratowania finansów (Artykuł 104b), w której stwierdzono, że nie będzie się wspierać państw członkowskich w kryzysie fiskalnym. Oprócz tej zasady zapewniono też niezależność EBC, która miała zapobiegać wykorzystywaniu EBC do ratowania finansów poszczególnych państw¹⁶.

Jednakże interesy polityczne oraz wola kontynuowania realizacji projektu euro okazały się trwalsze od papieru, na którym zapisano te zasady. Ponadto niezależność EBC nie gwarantuje, że nie pomoże on w ratowaniu finansów. W istocie, jak widzieliśmy, EBC nieustannie wspiera wszystkie rządy, akceptując ich obligacje w swojej działalności kredytowej. Bez znaczenia jest to, że EBC ma zakaz bezpośredniego zakupu rządowych obligacji. Równie dobrze może finansować rządy dzięki mechanizmowi akceptowania obligacji jako zabezpieczenia kredytu.

Zachętę do nadmiernego zwiększania deficytów próbowano osłabić jeszcze jedną metodą. Politycy wprowadzili regulacje o charakterze „pastwiska zarządzanego”, które miały ograniczać efekty zewnętrzne tragedii wspólnego pastwiska. W reakcji na naciski Niemiec w 1997 roku przyjęto Pakt Stabilności i Wzrostu, który miał ograniczyć rozmiary „tragedii”. Pakt ten zezwala na wykorzystanie określonej „kwoty” pomocy banku centralnego, podobnej do kwoty połowów. Owa kwota ogranicza eksploatację przez wprowadzenie zasady,

że deficyt nie może przekroczyć trzech procent PKB, a całkowity dług rządu sześćdziesięciu procent PKB. Gdyby limity te były egzekwowane, pojawiłaby się zachęta do ciągłego utrzymywania trzyprocentowego deficytu, finansowanego pośrednio przez EBC. Kraje o deficycie wynoszącym trzy procent przenosiłyby częściowo koszty na kraje o niższym deficycie.

Jednakże regulacja wspólnego pastwiska nie przynosi oczekiwanych rezultatów. Główny problem polega na tym, że Pakt Stabilności i Wzrostu jest umową zawartą między niezależnymi krajami, pozbawioną autentycznych mechanizmów egzekwowania jej postanowień. Limity na połowy mogą być egzekwowane przez dany kraj. Tymczasem w przypadku inflacji i limitu na deficyt niezależnych państw taka egzekucja jest o wiele trudniejsza. Początkowo rząd Niemiec proponował wprowadzenie automatycznych sankcji, ale ostatecznie nie znalazły się one w postanowieniach Paktu. Choć kraje przekraczały limity i były za to upominane, nigdy nie zastosowano wobec nich żadnych kar. Kraje o silnych wpływach politycznych, takie jak Francja i Niemcy, które mogłyby skutecznie bronić przestrzegania postanowień Paktu, złamały je, utrzymując od 2003 roku deficyty wyższe niż 3 procent. Zapobiegły (wraz z innymi krajami) w głosowaniach nałożeniu kar, gdyż mają przewagę głosów. W rezultacie Pakt Stabilności i Wzrostu okazał się całkowitym fiaskiem. Nie był w stanie zamknąć puszki Pandory, jaką jest tragedia wspólnego pastwiska. Według prognoz w 2010 roku tylko jeden kraj członkowski nie naruszy trzyprocentowego limitu deficytowego. Ogólny europejski stosunek długu do PKB wynosi osiemdziesiąt osiem procent.

Tragedia euro a sprawa Grecji

Sytuacja finansowa Grecji stanowi klasyczny przykład tragedii euro oraz związanych z nią pokus dla państw członkowskich. Po przystąpieniu do UGW Grecja zwiększyła swój deficyt za sprawą trzech czynników. Przede wszystkim ustalono wysoki kurs wymiany w chwili przyjęcia tego kraju do UGW. Z powodu owego kursu oraz stawek płac, które wtedy dominowały, praca wielu osób była niekonkurencyjna w porównaniu z pracą w Północnej Europie, gdzie łączyła się ona z wyższymi nakładami kapitałowymi. Aby zaradzić temu problemowi, można było: 1) ograniczyć stawki wynagrodzeń, aby zwiększyć produktywność, 2) zwiększyć wydatki rządu na dotowanie bezrobocia (poprzez zasiłki dla

bezrobotnych lub wcześniejsze emerytury), 3) zatrudnić niekonkurencyjnych pracowników bezpośrednio w sektorze publicznym. Ze względu na siłę greckich związków zawodowych pierwszej możliwości nie rozpatrywano. Zdecydowano się na kombinację rozwiązań 2) i 3), co pociągało za sobą zwiększenie deficytów.

Zwiększenie wydatków rządu (rozwiązanie 2) było możliwe, ponieważ przystępując do UGW, grecki rząd mógł liczyć na gwarancje finansowe EBC oraz pozostałych członków UGW. Oprocentowanie obligacji greckiego rządu spadło, a ich rentowność zbliżyła się do rentowności obligacji niemieckich. W rezultacie zmalały krańcowe koszty zwiększenia deficytu. Stopy procentowe były sztucznie niskie. Grecja w XX wieku doświadczyła kilku zapaści finansowych i wiedziała, czym jest wysoka inflacja oraz wysoki deficyt, a także chroniczny deficyt handlowy. Niemniej była w stanie zadłużać się niemal w takim samym tempie co Niemcy, kraj, który prowadził od dawna zachowawczą politykę fiskalną i miał imponujący, dodatni bilans handlowy.

Zwiększenie zatrudnienia w sektorze publicznym (rozwiązanie 3) doprowadziło wprost do tragedii wspólnego pastwiska. Efekty lekkomyślnej polityki fiskalnej Grecji można było częściowo przenieść na innych członków UGW, ponieważ EBC akceptował greckie obligacje jako zabezpieczenie kredytu. Europejskie banki kupowały greckie obligacje rządowe (które zawsze dawały większe zwroty niż niemieckie), by wykorzystać je do otrzymania niższej oprocentowanej pożyczki z EBC (oprocentowanej na 1 procent, co umożliwia bardzo zyskowne operacje).

Banki kupowały greckie obligacje ponieważ wiedziały, że EBC zaakceptuje je jako zabezpieczenie dla nowych pożyczek. Na greckie obligacje był popyt, ponieważ odsetki płacone EBC były niższe niż odsetki, które banki otrzymywały od greckiego rządu. Gdyby EBC nie akceptował greckich obligacji jako zabezpieczenia kredytów, Grecja musiałaby płacić znacznie wyższe odsetki. W istocie rzeczy kraje UGW od dłuższego czasu udzielały Grecji finansowego wsparcia, zgodnie z teorią tragedii wspólnego pastwiska.

Koszty greckich deficytów zostały częściowo przerzucone na pozostałe kraje UGW. EBC, przyjmując greckie obligacje jako zabezpieczenie kredytu, stworzył nowe euro. Greckie długi zostały w ten sposób zmonetyzowane. Grecki rząd wydał otrzymane z obligacji pieniądze na pozyskanie i zwiększenie poparcia społecznego. Gdy w Grecji zaczęły rosnać ceny, pieniądze napłynęły do innych

krajów, podnosząc ceny w pozostałej części UGW. W pozostałych krajach członkowskich ludzie spostrzegli, że ich koszty życia rosły szybciej niż dochody. Był to skutek redystrybucji na korzyść Grecji. Grecki rząd uratował pozostałe państwa UGW przez długotrwały transfer siły nabywczej pieniądza.

¹ Trudno powiedzieć, jaką część zadłużenia państw europejskich stanowią długi wobec europejskich banków. Może to być około 20 procent. Pozostałe długi zaciągnięto w towarzystwach ubezpieczeniowych, funduszach walutowych, funduszach inwestycyjnych oraz u obcych rządów i w bankach państw innych kontynentów. Instytucje sektora prywatnego inwestują w rządowe obligacje m.in. dlatego, że banki zgłaszają stały popyt na to wartościowe zabezpieczenie. Niestety nie wiemy także, jaka część rządowych obligacji służy ostatecznie w Eurosystemie jako zabezpieczenie kredytu, ponieważ EBC nie udostępnia takich informacji.

² Por. opis funkcjonowania UGW oraz zasad zabezpieczania kredytu w EBC w: *EBC, The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures* (listopad 2008), dostępne na: <http://www.ecb.int/>.

³ Oprócz bezpośredniej monetyzacji obligacji rządowych w systemie finansowym dokonuje się monetyzacji pośredniej. Uczestnicy rynku wiedzą, że banki centralne kupują obligacje rządowe i akceptują je jako najlepsze zabezpieczenie. Banki kupują więc te obligacje ze względu na to, że są specjalnie traktowane, co zwiększa płynność rynku obligacji i zmniejsza jego dochodowość. Zakupów obligacji dokonują też fundusze inwestycyjne i emerytalne, firmy ubezpieczeniowe i indywidualni inwestorzy, gdyż wiedzą, że rynek obligacji ma wysoką płynność i że ten rodzaj papierów wartościowych cieszy się dużym popytem banków. Obligacje rządowe mają wysoką płynność i prawie się nie różnią od pieniądza bazowego. Często służą do emitowania pieniądza bazowego. Mogą też pełnić rolę rezerwy, którą w razie konieczności przekształca się w pieniądź bazowy. W konsekwencji nowe pieniądze wytworzone przez ekspansję kredytową służą ostatecznie do zakupu płynnych obligacji rządowych, czyli do pośredniej monetyzacji długu. Część obligacji kupują banki, by uzyskać dodatkowe rezerwy od banku centralnego, który kupuje je lub przyznaje kolejne kredyty, traktując je jako zabezpieczenie. Dysponując nowymi rezerwami, system bankowy zwiększa wolumen kredytu lub udziela pożyczek na przykład branży budowlanej. Firmy budowlane spożytkowują kredyty na zakup czynników produkcji i opłacenie pracowników. Pracownicy przeznaczają część nowych pieniędzy na zakup jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Z kolei owe fundusze kupują obligacje rządowe. Jak widać, następuje tu pośrednia monetyzacja. Część pieniędzy wytworzonych przez system bankowy oparty na rezerwie cząstkowej jest przeznaczana

na zakup rządowych obligacji, ponieważ bank centralny traktuje je jako szczególnie solidne zabezpieczenie.

⁴ Kolejna pokusa nadużycia powstaje z chwilą gdy banki wierzyciele rządów są ratowane przed bankructwem za pomocą ekspansji monetarnej. Banki, które wiedzą, że otrzymają pomoc i bank centralny wykupi od nich dług rządu, będą postępować bardziej lekkomyślnie i nadal zapewnią finansowanie nieodpowiedzialnym rządóm.

⁵ Na temat skłonności do przekształcania własności publicznej w „czystą” tragedię wspólnego pastwiska i usuwania ograniczeń eksploatacji por. Philipp Bagus, *La tragedia de los bienes comunales y la escuela austriaca: Hardin, Hoppe, Huerta de Soto y Mises*, „Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política”, nr 1 (2, 2004), s. 125–134.

⁶ Cyt. za: Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, s. 271 (przyp.).

⁷ Zob. Gabi Thesing i Flaiva Krause-Jackson, *Greece gets \$146 Billion Rescue in EU, IMF Package*, „Bloomberg” (3 maja 2010), <http://noir.bloomberg.com>.

⁸ Por. Nazareth and Serkin, *Stocks, Commodities, Greek Bonds*.

⁹ Precyzując, EBC prowadzi listę papierów wartościowych, które bankom centralnym wolno przyjąć jako zabezpieczenie.

¹⁰ Por. Marc Jones, *EU Will Accept Even Junk-rated Greek Bonds*, Reuters (3 maja 2010), <http://in.reuters.com/>.

¹¹ Analiza wartości rynkowej zabezpieczenia i wartości, która powoduje wezwanie do uzupełnienia depozytu, jest ograniczona w Eurosystemie kilkoma czynnikami. Po pierwsze, bieżąca, uaktualniana wycena rynkowa wszystkich aktywów to zadanie wcale niełatwe. Po drugie, rynek wielu aktywów używanych jako zabezpieczenia (np. niektóre papiery zabezpieczone hipoteką) jest na tyle płytki, że trudno jest podać ich rzeczywistą cenę. Po trzecie, cena niektórych aktywów przynajmniej do pewnego stopnia zależy od płynności, a tę z kolei określa dostępność finansowania w Eurosystemie, co sprawia, że „wycena rynkowa” ma charakter błędnego koła. Po czwarte, w wypadku poważnego załamania gospodarczego i spadku wartości zabezpieczenia może się okazać, że wezwanie do uzupełnienia depozytu będzie ostatnią kroplą, która spowoduje niewypłacalność instytucji finansowej. Trudno sobie wyobrazić, by Eurosystem chciał zaakceptować polityczne konsekwencje takiego działania, toteż ocena wartości rynkowej i mechanizm wyznaczania warunków marginalnych nie są godne zaufania. Dziękuję Robinowi Michaelsowi za to, że zwrócił mi uwagę na to zagadnienie.

¹² Haircuty często nie odzwierciedlają ryzyka niewypłacalności z perspektywy rynków i dlatego są sztucznie niskie. The Center for Geoeconomic Studies, *Greek Debt Crisis – Apocalypse Later*, „Council on Foreign Relations” (2 września 2010), <http://blogs.cfr.org/>,

wykorzystał różnicę między rentownością obligacji rządu Niemiec i Grecji do oszacowania rynkowej oceny prawdopodobieństwa niewypłacalności Greków. Prawdopodobieństwo to wynosiło na koniec kwietnia 2010 r. 80 procent. Dziesięcioletnie obligacje rządowe mają w operacjach pożyczkowych EBC haircut w wysokości 4–5 procent.

¹³ David Tweed i Simone Meier, *Trichet Indicates ECB Bond Purchases Not Unanimous*, „Bloomberg” (10 maja 2010), <http://noir.bloomberg.com/>.

¹⁴ Pokusa nadużycia ma tutaj dwie przyczyny. Po pierwsze wynika ze sposobu funkcjonowania Eurosystemu oraz domniemanej gwarancji finansowej EBC, a po drugie z domniemanej gwarancji finansowego wsparcia przez inne rządy. Efektem obok pokusy nadużycia jest nadmierna emisja obligacji rządowych.

¹⁵ Por. James Buchanan and Gordon Tullock, *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*, University of Michigan Press, Ann Arbor 1962; oraz Hoppe, *Demokracja – bóg, który zawiódł*.

¹⁶ Por. Michael M. Hutchison i Kenneth M. Kletzer, “Fiscal Convergence Criteria, Factor Mobility, and Credibility in Transition to Monetary Union in Europe”, w: *Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe*, red. Barry Eichengreen, Jeffrey Frieden oraz Jürgen von Hagen, Springer, Berlin-Heidelberg 1995, s. 145.