

Tomasz MACHELSKI*

WYBRANE UWARUNKOWANIA WYKORZYSTANIA ZŁOTA JAKO ZABEZPIECZENIA OBLIGACJI SKARBOWYCH PAŃSTW CZŁONKOWSKICH UNII EUROPEJSKIEJ

(Streszczenie)

Artykuł poświęcony jest determinantom ewentualnych decyzji o użyciu złota stanowiącego część rezerw banków centralnych jako zabezpieczenia obligacji skarbowych państw Unii Europejskiej. Główna myśl artykułu dotyczy stabilizacyjnych (dyscyplinujących) konsekwencji wprowadzenia do systemu finansowego uwzględniającego elastyczność podaży pieniądza instrumentu „twardego” opartego na kruszcu. Rozważania dotyczą w szczególności istoty złota jako aktywa monetarnego na tle istoty pieniądza współczesnego oraz prawnych i faktycznych uwarunkowań zastosowania analizowanego rozwiązania.

Słowa kluczowe: pieniądź; złoto; system finansowy; obligacje; kryzys finansowy

Klasyfikacja JEL: B53, E42, H63

1. Wstęp

Sytuacja w europejskim systemie finansowym skłania do wzięcia pod uwagę rozwiązań alternatywnych w stosunku do tych wykorzystywanych w ostatnich latach. Wśród nich wyróżnia się możliwość wykorzystania złota znajdującego się w rezerwach banków centralnych jako zabezpieczenia emitowanych państwowych obligacji. Istotne jest tu, że poziom zasobów złota – „ważnego elementu światowych rezerw walutowych” (zgodnie z określeniem zawartym w 2014 r. pod egidą Europejskiego Banku Centralnego *Central Bank Gold Agreement*¹) w rezerwach banków centralnych systematycznie od drugiego kwartału 2009 r. wzrasta.

* Dr, Wyższa Szkoła Ekologii i Zarządzania w Warszawie; e-mail: info@legalmoneyreport.com

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140519.en.html>

Koncepcja oparcia obligacji na złocie nie jest nowa. W ramach prac instytucji międzynarodowych wielokrotnie przeprowadzane były analizy istotnych tu aspektów – stabilności złota dla systemu finansowego², złota jako elementu rezerw dewizowych³, zabezpieczenia europejskich obligacji stabilizacyjnych⁴ czy w kontekście prawnoporównawczym⁵.

Złoto było w analizowanym tu zakresie wykorzystywane już w praktyce. Za przykład wskazać można udzieloną przez Bundesbank pożyczkę Włochom w 1974 r., podobnie pożyczki Banku Rozliczeń Międzynarodowych, Bundesbanku i Narodowego Banku Szwajcarii na rzecz Portugalii w latach 1975–1977. Później w 1991 r. Indie wykorzystywały swoje rezerwy złota jako zabezpieczenie pożyczki od Banku Japonii⁶, następnie w roku 2016 wyemitowały denominowane w złocie obligacje. Również w przedwojennej Polsce państwowe obligacje uwzględniały opcję, że ich wykup realizowany będzie w walucie, jednak według wartości kruszcu.

Wskazane przykłady pokazują, że koncepcja jest wykonalna, jednak najistotniejsze jest tu całościowe rozważenie konsekwencji wdrożenia analizowanego rozwiązania, w szczególności w kontekście zmiany uwarunkowań funkcjonowania systemów finansowych. To zaś wymaga w pierwszej kolejności uznania, że pieniądź był i zawsze będzie zarówno instytucją prawną, jak i ekonomiczną.

Uwzględnienie powyższej konstatacji znalazło się już w szeregu poważnych opracowań tematu. Wskazywane tam były praktyczne uwarunkowania analizowanego rozwiązania⁷, w tym podstawowej tu kwestii ekonomicznej, jaką jest nieinflacyjność złota⁸. Temat doczekał się także kilku ciekawych opracowań, uwzględniających analizę struktury prawnej. Najbardziej chyba w tym zakresie rozwinięte jest jedno z opracowań przygotowanych w ramach prac Banku Anglii⁹, chociaż i tam widać wyraźne granice analizy normatywnej, co zapewne wynika z uwzględnienia przede wszystkim uwarunkowań bieżących.

² Np. European Central Bank, Occasional Paper Series 2011, No. 123, s. 34.

³ Np. **N. Saidi**, *The Case for Gold as a Reserve Asset in the GCC*, Economic Note No. 11, Dubai International Financial Centre.

⁴ European Commission, Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds, 23.11.2011 (w szczególności s. 6 i 18).

⁵ **T. Beck**, *Banking Union for Europe. Risks and Challenges*, Centre for Economic Policy Research 2012, s. 33.

⁶ **World Gold Council**, *Italy considers gold as an alternative to austerity*, May 2013, s. 7.

⁷ Głównie szereg opracowań World Gold Council.

⁸ **Europe Economics Executive Brief**, *Gold as Collateral for Eurozone Sovereign Debt*, October 2012, s. 6, <https://www.gold.org/research/europe-economics-executive-brief>

⁹ **M. Mcleay**, *Money creation in the modern economy*, Quarterly Bulletin 2014, Q1.

Poszukiwanie ogólnych reguł funkcjonowania rozważanego instrumentu pociąga za sobą uniwersalność niniejszej analizy, tj. brak bezpośredniego związku z konkretnymi uwarunkowaniami prawnymi oraz gospodarczymi poszczególnych państw. To z kolei łączy się z jej zdecydowanie bardziej apriorycznym niż empirycznym charakterem.

Przyjęty przedmiot rozważań (w szczególności analiza uwarunkowań prawnych funkcjonowania pieniądza w kontekście jego stabilności) wymaga zaś bardziej sięgnięcia po narzędzia prakseologiczne, przede wszystkim w celu badania wewnętrznej spójności rozwiązań normatywnych.

Podstawowym założeniem rozważań jest szersze ujęcie ograniczeń w zakresie zadłużania się państw. Ograniczenia te wynikają nie tylko z przyjętych uwarunkowań normatywnych (np. konstytucyjnie określony limit zadłużania), ale też z decyzji potencjalnych wierzycieli. Ci mogą bowiem w określonej sytuacji odmówić dalszego udzielania pożyczek (nabywania obligacji). Przeciwnie, państwo może być zmuszone do zmniejszenia nie tyle już deficytu budżetowego, co długu (zjawisko mało znane współczesnej ekonomii).

Czy wykorzystanie znajdującego się w zasobach państw złota jako gwarancji obligacji skarbowych stanowiłoby impuls do dalszego zadłużania, czy też odwrotnie – dając państwu dodatkowy „oddech”, jednocześnie przyczyniałoby się do stabilizacji finansów publicznych?

Odpowiedź na to pytanie wymaga wcześniejszego rozstrzygnięcia kwestii, czym w istocie złoto różni się od pozostałych aktywów rezerwowych banków centralnych, jak i prawnego środka płatniczego i jakie znaczenie ma ta różnica dla potencjalnej ekonomicznej pozycji (wartości) złota w kryzysowej sytuacji, wynikającej z nadmiernego zadłużenia państwa.

2. Paradoks elastycznej podaży pieniądza

Oczywistym jest, że pieniądz jest jednym z najbardziej istotnych instytucji prawnych¹⁰. W nauce ekonomii pieniądzu i bankowości są przedmiotem niezliczonych analiz¹¹. Większość ekonomistów podkreśla wagę bezproblemowego funkcjonowania tej instytucji (*money matters*)¹², opisując jej funkcjonowanie z odniesieniem do różnego rodzaju agregatów pieniężnych.

¹⁰ P.J. Eder, *Legal Theories of Money*, 20 Cornell L. Rev. 52 (1934), s. 62–63, <http://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol20/iss1/3>

¹¹ J.G Hulsmann, *The Ethics of Money Production*, The Mises Institute, 2008.

¹² H. Hazlitt, *Where the Monetarists Go Wrong*, The Freeman, August 1976/26/8.

W naukach społecznych bywa jednak tak, że istota popularnej wydawałoby się instytucji nie jest oczywista. Jako zjawisko m.in. ekonomiczne, społeczne, kulturowe pieniądź jest taką instytucją. Jeszcze pod koniec XIX w. austriacki ekonomista, twórca prakseologicznej metodologii badań, C. Menger zauważył, iż badania czy to historyczne, czy dotyczące czasów mu współczesnych nie doprowadziły do jednoznacznego ukazania fenomenu pieniądza. Przeciwnie nauka nie wypracowała nawet jakiejś wspólnej bazy dla najbardziej fundamentalnych pytań dotyczących natury i funkcji pieniądza¹³.

Biorąc pod uwagę przegląd dzisiejszych badań, nie stanowi specjalnego ryzyka stwierdzenie, iż sytuacja nie uległa tu specjalnej zmianie. Nie ma nawet, przykładowo, zgody wśród ekonomistów co do istoty zjawiska inflacji. W ostatnich dekadach nastąpiła zmiana rozumienia tego pojęcia – od zwiększenia ilości pieniądza w obiegu do zwiększenia poziomu cen¹⁴. Interesujące jest, że zmiana ta była tak samo merytorycznie rewolucyjna, co nie wywołała większego echa w nauce. W każdym razie nie znalazła żadnego odzwierciedlenia w prawie – nie tylko w regulacjach, ale i w analizach doktryny.

Dzisiaj analizy prawne dotyczące rzeczywistości ekonomicznej funkcjonowania pieniądza dotyczą w zasadzie wyłącznie kwestii nominalizmu i waloryzacji¹⁵. Jednak aktualne uwarunkowania dotyczące elastyczności podaży pieniądza absolutnie nie dają fundamentów dla idei nominalizmu. Determinanty podaży pieniądza *fiat*¹⁶ są zupełnie inne niż chociażby wcześniejszego pieniądza fiducyjnego¹⁷. Wielkość tej podaży jest bowiem całkowicie dyskrejonalna, co wywołuje gwałtowne zmiany (obniżanie) wartości pieniądza.

Prawo trochę siłą inercji przyjmuje wciąż za punkt odniesienia nominalną wartość pieniądza. Praktyka obrotu radzi sobie z tą sytuacją w ten sposób, że uwzględnia waloryzację świadczeń. Często stosowne klauzule zawierane są bezpośrednio w umowach. Nie będzie chyba przesadą stwierdzenie, że można dziś wprost mówić o pewnej bezsilności prawa w tym zakresie.

¹³ C. Menger, *On the Origins of Money*, *Economic Journal* 1892/2, s. 239.

¹⁴ Więcej na temat współczesnego rozumienia zjawiska inflacji patrz: K. Marchewka-Bartkowiak, *Inflacja w Polsce*, Analizy Biura Analiz Sejmowych 2011, nr 15.

¹⁵ C. Brokelind, *Discussion of Some Legal Issues Raised by the Introduction of the Euro*, Centre for European Studies at Lund University, CFE Working Paper 2004, s. 13.

¹⁶ Tu trzeba zwrócić uwagę na niejasność relacji pojęć: „pieniądz fiducyjny” i „fiat”. Najczęściej określenia te są stosowane wymiennie, natomiast pierwotnie pojęcie „pieniądz fiducyjny” stosowane było w ramach funkcjonowania pieniądza mającego częściowe pokrycie w kruszcu – do określenia tej części zasobów pieniądza, która tego pokrycia nie miała.

¹⁷ G. Selgin, L.H. White, *In Defense of Fiduciary Media-or, We are Not Devo(lutionists)*, *The Review of Austrian Economics* 1996/9/2, s. 83–107.

Próbując rozwiązać analizowane problemy, powinno się przyjąć, że mamy do czynienia z historycznym zjawiskiem ewolucji pieniądza, w szczególności w aspekcie finansów publicznych. Te bowiem wraz z rozwojem państwa ulegały coraz dalej idącej instytucjonalizacji, głównie w zakresie planowania dochodów i wydatków publicznych. Z czasem instytucjonalizacja ta objęła również instytucję pieniądza, a sam proces przyspieszył wraz z prawnym rozdzieleniem (ostatecznie w roku 1971) pieniądza od bazy kruszcowej.

W rezultacie przyjąć chyba można, że dzisiejszy pieniądz stanowi w praktyce obrotu bardziej instytucję ze sfery *imperium* niż *dominium*. W każdym razie nie jest już tylko środkiem wymiany, ale raczej czymś innym. Jest w jakimś stopniu środkiem polityki gospodarczej państwa, instytucją publicznego prawa finansowego. Sama polityka pieniężna już dawno przestała być z pewnością tylko substytutem automatyzmu kruszcowego, a stała się elementem wpływu na sytuację ogólnogospodarczą, a nawet polityczną (np. zjawisko tzw. wojen walutowych).

Tymczasem waluta dzisiaj, jako przedmiot świadczeń pieniężnych, jest postrzegana i określana w prawie wyłącznie jako instytucja prawa cywilnego. W prawie publicznym pieniądz (np. art. 128 TFUE) jest tylko „środkiem płatniczym”. Przegląd piśmiennictwa również wykazuje, że instytucją pieniądza zajmuje się wyłącznie doktryna prawa cywilnego, a przedmiotem jej analiz jest tylko funkcja płatnicza pieniądza.

W tym miejscu podkreślić trzeba istotny analityczny problem. Mianowicie pieniądz powinien być (tak jest w przypadku złota) instytucją wyłącznie prawa cywilnego. Publiczny charakter współczesnego pieniądza wynika raczej z uwarunkowań faktycznych, a nie tych mających źródło w samej naturze tej instytucji. Z drugiej strony nie można nie dostrzegać wskazanych uwarunkowań faktycznych i całościowa analiza instytucji współczesnego pieniądza wymaga oderwania się od utrwalanych w ostatnich dziesięcioleciach schematów, w szczególności ze względu na niestabilność systemu finansowego.

3. Prawo walutowe jako *lex imperfecta*

Pieniądz (jego jednostka) nie jest dzisiaj definiowany. Generalnym rozwiązaniem jest przyjęcie koncepcji *idem per idem* (dolar to dolar, złotówka to złotówka, dolar to ilość pieniędzy, za którą można nabyć towary lub usługi o wartości dolara itd.). Pieniądz dzisiejszy nie jest więc jednostką miary (jak kilogram), jest instytucją, więc jest wrażliwy i w celu jego ochrony (ochrony jego wartości)

potrzebne są stosowne regulacje. Jak prawo radzi sobie z tą sytuacją? Mamy dwa równoległe rozwiązania.

Pierwszym jest odwoływanie się w ramach publicznoprawnych regulacji prawa finansowego do klauzul generalnych (np. „stabilność finansowa”). Drugie rozwiązanie ma chronić wartość pieniądza już u samego źródła – tj. przyjęta jest koncepcja, że prawo do emisji pieniądza (prowadzenia polityki pieniężnej) stanowi kompetencję organu niezależnego od władzy wykonawczej.

Klauzule generalne mają jednak to do siebie, że pełniąc swoją rolę w zakresie działań organów państwa (plany finansowe i ich realizacja), nie mogą zastąpić automatyzmu pieniądza kruszcowego. Z kolei autonomiczny bank centralny w założeniu ma dysponować odpowiednimi procedurami gwarantującymi utrzymanie wartości pieniądza. Tymczasem to jest problem podstawowy, na który wskazywał jeszcze w latach 80-tych XX w. M. Friedman, twórca monetaryzmu, który podkreślał potrzebę znalezienia „jakiegoś mechanizmu”, dzięki któremu zagwarantowany zostanie odpowiedni poziom podaży pieniądza. Ekonomista uznawał jednak problematyczność tej kwestii¹⁸. W praktyce więc emisyjny bank centralny nie może wykorzystywać systemu (z powodu jego braku), który w możliwie najbardziej automatyczny sposób powodowałby, iż podaż pieniądza byłaby właściwa¹⁹.

Prawny zasadniczy problem dotyczący ochrony wartości pieniądza leży, jak się wydaje, w fakcie, że normy prawa walutowego nie mają tradycyjnej budowy (hipoteza, dyspozycja, sankcja). W szczególności element „sankcji” nie jest tu rozumiany jak ujemna konsekwencja zachowania niezgodnego z dyspozycją („właściwa” sankcja), ale raczej jako pewnego rodzaju następstwo podjętych działań.

Problem polega na tym, iż adresatem norm prawnych prawa walutowego jest państwo, którego organy (czy bank centralny) świadomie wybierają tak rozumianą „sankcję” (czyli np. potencjalny wzrost inflacji). Faktyczne (ekonomiczne) zaś konsekwencje takiej „sankcji” ponoszą inne podmioty (społeczeństwo lub/oraz inne państwa w przypadku sztucznego zaniżania wartości waluty krajowej).

Można w tym miejscu podkreślić, że przez jakość pieniądza należy rozumieć, jak dobrze (lub źle) pełni on swoje główne funkcje. Za fundamentalny

¹⁸ M. Friedman, *The Resource Cost of Irredeemable Paper Money*, *Journal of Political Economy* 1986, s. 646.

¹⁹ P. Praet, *The role of money in a market economy. Pre-conditions for sound money*, wystąpienie członka Zarządu Europejskiego Banku Centralnego podczas sympozjum zorganizowanego przez Niemiecki Bank Federalny 10 października 2012 r.

aspekt tej jakości przyjąć można stabilność jego wartości. Efekt takiego założenia jest jednoznaczny. W perspektywie historycznej wskazać tu można innego noblistę, F.A. Hayeka, który wskazywał, że trzydzieści lat po upaństwowieniu Banku Anglii siła nabywcza funta zredukowana została do mniej niż $\frac{1}{4}$ ²⁰. Podobnie historia amerykańskiego dolara nie pozostawia wątpliwości w tym zakresie. Od roku 1913, czyli od daty utworzenia pierwszej Rezerwy Federalnej (cena uncji złota wynosiła 20,67 USD), waluta ta utraciła ok. 95% swojej pierwotnej wartości, przy czym 82% – od wspomnianego roku 1971.

Zaznaczyć tu można jeszcze, że dzisiejszy normatywny wyznacznik „stabilności cen” w postaci dwuprocentowej w okresie rocznym inflacji oznacza przecież w przedziale kilkudziesięciu lat praktycznie całkowitą utratę sumy bazowej. W tym aspekcie porównywanie stabilności wartości walut *fiat* i złota, które siłę nabywczą w dłuższej perspektywie ma w zasadzie niezmienną, od starożytności traci wprost wymiar naukowy.

4. Prawny środek płatniczy

O tym, co pieniądzem jest, a co nim nie jest, stanowi władza danego kraju. Wprowadza ona bowiem dla swej waluty klauzulę, że jest ona jedynym prawnym środkiem płatniczym obowiązującym na terytorium państwa. Oczywiście istnieje *ratio* za przyjęciem konstrukcji prawnego środka płatniczego (stworzenie najbardziej płynnego instrumentu finansowego²¹, pewność odnośnie do możliwości umarzania zobowiązań oraz odnośnie do opłacania podatków), jednak należy mieć na uwadze, że rozwiązanie takie ma swoje negatywne, choć zapewne nieprzewidziane konsekwencje.

Jak pokazuje doświadczenie historyczne, stabilne waluty funkcjonowały bez potrzeby nadawania im dodatkowego statusu. Monopol, który jest przecież warunkiem funkcjonowania pieniądza *fiat* nie może oczywiście pozostawać bez konsekwencji dla gospodarczej rzeczywistości. Problem dotyczy przede wszystkim wykorzystywania pieniędzy dla ułatwienia działania rządów (czy banków centralnych) w obliczu kryzysu, głównie w zakresie zadłużania się i działania bez starania o stabilność waluty²². O ile więc prawne zapewnienie wymienialności jednostki pieniężnej (a przez to doskonałej obiegowości) nie

²⁰ F.A. Hayek, *Choice in Currency. A Way to Stop Inflation*, The Institute of Economic Affairs, 1976, s. 14.

²¹ A.Z. Nowak, *Dolar czy euro pieniądzem przyszłości? (część 1)*, Studia Europejskie 2001/1, s. 14.

²² Europe Economics Executive Brief, *Gold as Collateral...*, s. 2.

stanowi problemu, to już zagwarantowanie jej stabilnej wartości jest bardzo trudne, o ile nie niemożliwe²³.

Istnienie pieniądza dysponującego statusem prawnego środka płatniczego powoduje również, że z horyzontu analitycznego znikają inne aktywa w perspektywie *de lege ferenda*. W szczególności należy uwzględnić tę prawidłowość, że w praktyce obrotu pieniądzem może być wszystko akceptowalne jako zapłata za dobra i usługi oraz jako środek spłaty długu²⁴. Taka ekonomiczna definicja pieniądzy jest raczej nie do zaakceptowania przez prawników²⁵. Tymczasem całościowa teoria pieniądza musi uwzględniać wartość realną aktywów²⁶.

Niejako na marginesie niniejszych rozważań można wskazać (w uzasadnieniu zastosowania złota jako podstawy zabezpieczenia emisji państwowych obligacji) pewien charakterystyczny rys współczesności, jakim jest wypieranie pieniądza przez inne aktywa (surogaty pieniądza). Takie zjawiska pojawiają się zarówno na płaszczyźnie prywatnoprawnej (np. uzupełnianie wynagrodzenia pracowników świadczeniami pozapieniężnymi), jak i publicznoprawnej (np. rządowe zakupy offsetowe).

5. Pieniądz a kapitał

Odnośnie do wykorzystania złota w ramach operacji gospodarczych poruszyć należy jeszcze kwestię tak samo popularnej, jak błędnej opinii odnośnie do jego technicznej wartości inwestycyjnej. Mianowicie różnice w formie pomiędzy walutami *fiat* i złotem spowodowały powstanie i zagruntowanie się w doktrynie nieuprawnionego założenia, które w publicystycznej wersji określa się stwierdzeniem, że „złoto nie przynosi odsetek”. W domyśle zaś – ma być to jedną z cech, które odróżniają *in minus* złoto od pieniądzy papierowych.

Tymczasem, o ile wskazywanie na tę właściwość złota jako takie jest słuszne (to prawda – złoto „nie przynosi odsetek”), to pamiętać należy, że to samo dotyczy pieniądzy papierowych. Złotówka, dolar czy euro również, i to wbrew bardzo powszechnemu pogładowi, nie dają oprocentowania.

²³ M. Jurek, *Koncepcja pieniądza międzynarodowego w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, *Ekonomia i Prawo* 2010/VI, s. 185.

²⁴ T. Gruszecki, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Kraków 2004, s. 70; F.S. Mishkin, *Ekonomia pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002, s. 85, za: J. Skorupka, *Jeszcze o pojęciu pieniądza w przestępstwie z art. 310 k.k.*, *Prokuratura i Prawo* 2009/2, s. 6.

²⁵ B. Geva, *From commodity to currency in ancient history – on commerce, tyranny, and the modern law of money*, s. 116, www.heinonline.org

²⁶ P.J. Eder, *op. cit.*, s. 62–63.

Pieniądze (*fiat*, fiducyjne, złoto) włożone do kasy pancernej oprocentowania nie przyniosą. Możliwość uzyskania oprocentowania wynika bowiem dopiero z zawartej umowy pożyczki, której pieniądze są przedmiotem. Podstawowym przykładem jest tu umowa rachunku bankowego, która w ekonomicznym sensie stanowi przecież pożyczkę – zdeponowane środki stają się własnością banku prowadzącego rachunek. Środki oczywiście nie są w banku w żaden sposób „zdeponowane” (poza faktycznie drobną ich częścią, wynikającą z obowiązujących wymogów ostrożnościowych), tylko wykorzystywane w działalności gospodarczej tej instytucji. Rzymską paremię *pecunia pecuniam parere non potest* (pieniądz nie może rodzić pieniądza) należy rozumieć dosłownie, a nie tak jak się powszechnie przyjęło.

Problem wskazanego wyżej nieporozumienia, choć niezwykle popularny, wynika być może z częstego nierozróżniania poszczególnych instytucji ekonomicznych. Przede wszystkim pieniądz to nie to samo co kapitał. Różnica jest widoczna z ekonomicznego punktu widzenia. Pieniądz jest po prostu środkiem wymiany, kiedy pojęcie kapitału dotyczy inwestycji i generowania zysku²⁷. W każdym razie ta faktyczna sytuacja nie ma żadnego znaczenia odnośnie do analizowanej tu kwestii możliwości oparcia państwowych obligacji na złocie.

6. Pieniądz a ryzyko gospodarcze

Pieniądz jest aktywem, które służy jako środek wymiany, pomiaru wartości, pełni funkcję płatniczą, tezuryzacji (gromadzenia wartości) i funkcję rozliczeniową, tak jak złotówka, dolar czy euro. Tylko że pieniądz jako aktywo ekonomiczne powinien również być pozbawiony ryzyka.

Tymczasem dla państwa pieniądz w warunkach elastyczności jego podaży nie stanowi „czystego” aktywu, lecz jest zobowiązaniem opiewającym na jednostki pieniężne. W przypadku państwa (banku centralnego) zobowiązanie to urzeczywistnia się w postaci np. publikowanych tabel kursów walutowych.

Najbardziej charakterystyczną cechą instytucji prawnego środka płatniczego jest zdolność bezwarunkowego zwalniania z zobowiązań pieniężnych. Jeżeli zaś mamy do czynienia z pieniądzem niedysponującym wartością wewnętrzną, to tym samym pozostaje wyłącznie konstrukcja długu. Innymi słowy, wartość wymienna złotówki, dolara czy euro, czyli pieniądza *fiat*, wynika wyłącznie

²⁷ W. Brough, *The Natural Law of Money: The Successive Steps in the Growth of Money traced from the Days of Barter to the Introduction of the Modern Clearing House and Monetary Principles examined in their Relation to Past and Present Legislation* [1896], s. 61, oll.libertyfund.org

z regulacji prawnych, czyli właśnie ustawowego statusu prawnego środka płatniczego²⁸.

W szczególności istotne w tym aspekcie jest to, że (znowu wbrew powszechnemu przekonaniu) pieniądź gotówkowy w postaci banknotów i bilonu to tylko drobna część ilości pieniądza w obiegu. Większość pieniądza to pieniądź tworzony przez prywatne podmioty, czyli banki. Tu pieniądze powstają (jako zapis cyfrowy, w oderwaniu od jakiegokolwiek faktycznej bazy walutowej) na podstawie zobowiązania kredytobiorcy do zwrotu pożyczonej kwoty z oprocentowaniem.

W rezultacie pieniądze *fiat* oparte są na konstrukcji długu. Stanowią bowiem bądź to zobowiązanie emitenta (banku centralnego), bądź są „pożyczane do obiegu” podczas swojej kreacji (przez banki komercyjne).

Wartość monetarna złota ma zupełnie inną podstawę. Jego wewnętrzna wartość (wynikająca z szeregu praktycznych zastosowań kruszcu) zasadniczo wyklucza ryzyko związane z jego własnością. Zresztą chociażby w ramach systemu Basel III traktowane jest jako „zero percent risk-weighted item”. Innymi słowy, złoto nie stanowi przedmiotu czyjegokolwiek zobowiązania, jest czystym, pozbawionym ryzyka aktywem.

7. Uwarunkowania zmian w prawie

Analizowane rozwiązanie dotyczące zabezpieczenia rezerwami złota emitowanych przez poszczególne państwa obligacji może wymagać zmian na poziomie ustawowym czy prawa wykonawczego. Rozwiązanie uwzględnia bowiem rozliczenia walutowe, przy czym wartość wykupu obligacji indeksowana byłaby według aktualnej (według daty wykupu) wartości złota. Natomiast elementem istotnie zabezpieczającym wartość obligacji byłaby dołączona do obligacji opcja dająca obligatariuszowi prawo żądania spełnienia świadczenia w kruszcu. Takie rozwiązanie oczywiście wiązałoby się z limitowaną wielkością emisji obligacji. Gwarancja w złocie może być ewentualnie częściowa.

Realizacja analizowanego rozwiązania wymagałaby także analizy szeregu innych kwestii prawnych, przy czym jedna z nich, podstawowa, jest dosyć paradoksalna.

Chodzi tu o kwestię traktatowego i konstytucyjnego zagwarantowania niezależności banków centralnych (art. 130 TFUE). TFUE jednoznacznie w szcze-

²⁸ P. Praet, *op. cit.*

gólności zabrania bezpośredniego finansowania rządów (art. 123). Wspomniana paradoksalność dotyczy tego, że niezależność zagwarantowana została w celu ochrony stabilności finansowej. Tymczasem istotą analizowanego tu rozwiązania jest ścisła współpraca banków z rządami. Podstawowy problem faktyczny i wynikający z niego prawny dotyczy bowiem faktu, że zasoby złota, które mają tu znaczenie, znajduje się w zasobach banków centralnych, a nie skarbu państwa poszczególnych państw²⁹.

Pojawia się tu jeszcze kwestia wyrażenia zgody na takie wykorzystanie złota ze strony władz EBC. Jednak pamiętać trzeba, że analizowane tu rozwiązanie nie spowodowałoby obciążenia bilansu EBC (złoto pozostawałoby w rezerwach narodowych banków centralnych), więc wypracowanie wspólnego stanowiska byłoby chyba możliwe.

Uporawszy się z głównym prawnym problemem, do analizy pozostanie wybranie sposobu wykorzystania złota. Tu można wskazać, że, przykładowo, banki centralne mogą dokonywać wypłatę z zysku w złocie bądź rządy mogą złoto od banków centralnych kupić. Ewentualnie banki centralne mogłyby po prostu podjąć decyzję o zabezpieczeniu obligacji rządowych złotem³⁰.

W każdym razie realizacja analizowanej idei musiałaby łączyć się ze zmianami legislacyjnymi na poziomie TFUE i Statusu ESBC³¹. Jednakże w rozwiązaniach *de lege lata* już znaleźć można mocne uzasadnienie dla wskazywanych zmian. Przede wszystkim TFUE wskazuje w pośredni sposób na inne zadania EBC związane z utrzymaniem stabilności finansowej w UGW. Art. 127 ust. 5 stanowi bowiem, iż ESBC przyczynia się do należytego realizowania polityk wykonywanych przez właściwe władze w odniesieniu do stabilności systemu finansowego. Do podstawowych zadań EBC należy również przeprowadzanie operacji walutowych, utrzymywanie oficjalnych rezerw dewizowych państw strefy euro, jak i zarządzanie tymi rezerwami. Zresztą Traktat opisuje zadania ESBC w sposób dualny, uwzględniając dbałość o stabilność systemu finansowego, co znacznie może ułatwić dokonanie odpowiednich zmian normatywnych.

Ponadto nie ma chyba przeciwwskazań, żeby przyjąć, że wartość pieniądza nie powinna być kwestią prawnie obojętną (dzisiaj to faktycznie wynik decyzji z zakresu polityki pieniężnej). Regulacje prawa walutowego powinny być jednoznacznie sprzężone z (meta) normami konstytucyjnymi (ochrona wartości pieniądza) oraz zasadami ogólnymi finansów publicznych (jawność, przejrzy-

²⁹ A. Belke, *Gold-Backed Sovereign Bonds: An Affective Alternative to OMTs*, w: D. Maltritz, M. Berlemann, *Financial Crises, Sovereign Risk and the Role of Institutions*, 2013, s. 12.

³⁰ Europe Economics Executive Brief, *Gold as Collateral...*, s. 2.

³¹ A. Belke, *op. cit.*, s. 15–16.

stość, dyscyplina finansowa...). Świadczy o tym chociażby (tu polski przykład) konstytucyjny obowiązek dbałości Narodowego Banku Polskiego o wartość pieniądza.

W każdym razie oparte na złocie państwowe obligacje mogą wypełnić rolę, z jaką wiązano wcześniej „niekonwencjonalne” narzędzia polityki pieniężnej EBC, tu jednak już bez problematyczności podstaw prawnych dotyczących działań EBC wykonywanych równoległe do projektów Komisji Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego w latach 2009–2012.

Mechanizm obchodzenia³² podstawowych norm traktatowych widoczny był w tym zakresie w szczególności w odniesieniu do wykorzystywania przez poszczególne rządy systemu bankowego. Komercyjne banki kreowały mianowicie pieniądze poprzez nabywanie państwowych obligacji, które następnie wykorzystywane były do refinansowania EBC. W rezultacie rządy finansowały swoje deficyty nowymi pieniędzmi tworzonymi przez banki, a banki otrzymywały nową bazę monetarną poprzez wykorzystanie obligacji jako zabezpieczeń. Innymi słowy państwowy deficyt budżetowy był, pomimo formalnego skomplikowania sytuacji, jednoznacznie monetyzowany. Operacje te niestety odbywały się za pełną zgodą EBC, który pojawiający się tu oczywisty problem prawny naruszenia TFUE próbował „rozwiązywać” za pomocą określenia stosownych operacji pojęciem *non-standard*.

8. Zakończenie

Możliwość wykorzystania złota jako zabezpieczenia emisji państwowych obligacji ma uzasadnienie w uwarunkowaniach faktycznych (banki centralne już dysponują zasobami złota), a przede wszystkim w jego monetarnych właściwościach, które mają dużą szansę na przyczynienie się do ustabilizowania systemu finansowego.

Pieniądz współcześnie kreowany jest w dwóch podstawowych formach prawnych: zobowiązania emitenta (banku centralnego) lub trudnej do opisanie formie przedmiotu „pożyczki do obiegu” (banki komercyjne). Formy te łączą się z obciążeniem wynikającym z „wpisaną” w nie konstrukcją długu. Złoto zaś stanowi „czyste” aktywo (posiadające samodzielną wartość – bez oparcia na czymś zobowiązaniu) i będąc przedmiotem zabezpieczenia walutowego długu

³² Więcej: **T. Machelski**, *Rola Europejskiego Banku Centralnego w ramach instytucjonalnych uwarunkowań stabilności finansowej Unii Gospodarczej i Walutowej*, w: **G. Gołębiowski** (red.), *Finanse Unii Europejskiej*, Studia Biura Analiz Sejmowych nr 3 (31), Warszawa 2012.

państwa powinno, ze względu na swoje finansowe właściwości, oddziaływać niejako automatycznie (proporcjonalnie do stopnia wykorzystania tego narzędzia) na zdyscyplinowanie państwowych finansów publicznych.

Istotą analizowanego tu rozwiązania jest to, że opisane wyżej mechanizmy funkcjonowania złota inwestycyjnego uległyby znacznej intensyfikacji w sytuacji faktycznego ograniczenia możliwości wykorzystania elastyczności podaży pieniądza papierowego i opartych na nim instrumentów. Zakładana sytuacja kryzysowa spowodowałaby również, z uwagi na specyfikę złota, zapewne radykalną zmianę jego ekonomicznej wartości. W przypadku zaś, gdy stanowiłoby ono zabezpieczenie wyemitowanych wcześniej obligacji państwowych, to sama możliwość dużej zmiany wartości przedmiotu zabezpieczenia długu w istotnym stopniu przyczyniłaby się do większej finansowej roztropności władz publicznych. Wykorzystanie proponowanego rozwiązania jest ekonomicznie uprawnione oczywiście w każdym warunkach, bez oczekiwania na sytuację kryzysową, kiedy państwo ma już problemy ze znalezieniem nabywców swoich obligacji.

Złoto wciąż stanowi niewielki procent rezerw walutowych banków centralnych, a jego poziom w tych rezerwach różni się znacznie pomiędzy poszczególnymi bankami. Jednak, po pierwsze, wykorzystanie analizowanego rozwiązania byłaby dobrowolne, po drugie zaś, przedstawiona koncepcja dotyczy tylko fragmentu działań, które są potrzebne do ustabilizowania sytuacji w europejskim systemie finansowym.

Bibliografia

Opracowania

- Beck Thorsten**, *Banking Union for Europe. Risks and Challenges*, Centre for Economic Policy Research 2012.
- Belke Ansgar**, *Gold-Backed Sovereign Bonds: An Effective Alternative to OMTs*, w: Dominik Maltritz, Michael Berlemann, *Financial Crises, Sovereign Risk and the Role of Institutions*, 2013.
- Brokelind Cecile**, *Discussion of Some Legal Issues Raised by the Introduction of the Euro*, Centre for European Studies at Lund University, CFE Working Paper 2004.
- Brough William**, *The Natural Law of Money: The Successive Steps in the Growth of Money traced from the Days of Barter to the Introduction of the Modern Clearing House and Monetary Principles examined in their Relation to Past and Present Legislation* [1896].
- Eder Phanor J.**, *Legal Theories of Money*, 20 Cornell L. Rev. 52 (1934), <http://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol20/iss1/3>
- Europe Economics Executive Brief**, *Gold as Collateral for Eurozone Sovereign Debt*, October 2012.
- European Central Bank, Occasional Paper Series 2011/123.
- European Commission, Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds, 23.11.2011.

- Friedman Milton**, *The Resource Cost of Irredeemable Paper Money*, Journal of Political Economy 1986.
- Geva Benjamin**, *From commodity to currency in ancient history – on commerce, tyranny, and the modern law of money*, s. 116, www.heinonline.org
- Gruszecki Tomasz**, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Kraków 2004.
- Hayek Friedrich A.**, *Choice in Currency. A Way to Stop Inflation*, The Institute of Economic Affairs, 1976.
- Hazlitt Henry**, *Where the Monetarists Go Wrong*, The Freeman, August 1976/26/8.
- Hülsmann Jörg G.**, *The Ethics of Money Production*, The Mises Institute, 2008.
- Legal Tender Expert Group**, *Report of the Euro Legal Tender Expert Group (ELTEG) on the definition, scope and effects of legal tender of euro banknotes and coins*.
- Machelski Tomasz**, *Rola Europejskiego Banku Centralnego w ramach instytucjonalnych warunkowań stabilności finansowej Unii Gospodarczej i Walutowej*, w: Grzegorz Gołębiowski (red.), *Finanse Unii Europejskiej*, Studia Biura Analiz Sejmowych, nr 3 (31), Warszawa 2012.
- Marchewka-Bartkowiak Kamilla**, *Inflacja w Polsce*, Analizy Biura Analiz Sejmowych 2011, nr 15.
- Mcleay Michael**, *Money creation in the modern economy*, Quarterly Bulletin 2014, Q1.
- Menger Carl**, *On the Origins of Money*, Economic Journal, June 1892/2.
- Mishkin Frederic S.**, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002.
- Nowak Alojzy Z.**, *Dolar czy euro pieniądzem przyszłości? (część 1)*, Studia Europejskie 2001/1.
- Praet Peter**, *The role of money in a market economy. Pre-conditions for sound money*, wystąpienie członka Zarządu Europejskiego Banku Centralnego podczas sympozjum zorganizowanym przez Niemiecki Bank Federalny 10 października 2012.
- Saidi Nasser**, *The Case for Gold as a Reserve Asset in the GCC*, Economic Note No. 11, Dubai International Financial Centre.
- Selgin George, White Lawrence H.**, *In Defense of Fiduciary Media-or, We are Not Devolutionists*, The Review of Austrian Economics 1996/9/2.
- Skorupka Jerzy**, *Jeszcze o pojęciu pieniądza w przestępstwie z art. 310 k.k.*, Prokuratura i Prawo 2009.
- World Gold Council**, *Italy considers gold as an alternative to austerity*, May 2013.

Strony internetowe

- <http://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol20/iss1/3>; stan na dzień 01.07.2018 r.
- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140519.en.html>; stan na dzień 01.07.2018 r.
- <https://www.gold.org/research/europe-economics-executive-brief>; stan na dzień 01.07.2018 r.
- <http://www.heinonline.org>; stan na dzień 01.07.2018 r.

Tomasz MACHELSKI

**SOME DETERMINANTS OF USING GOLD AS A COLLATERAL FOR SECURING EU STATES'
SOVEREIGN BONDS**

(Summary)

The paper looks at the concept that using gold as collateral for state bonds would bring great benefits to the EU countries. The paper explains that unlike monetary interventions involving complex chains of causality and many potential unintended consequences, using gold as collateral can be simple and transparent. Gold has been used as collateral in the past and to a great extent, from at least a legal point of view, this seems to be gold's purpose. The author argues that using gold as security for new sovereign debt issuance would provide the EU states with critical breathing space to create more permanent solutions.

Keywords: money; gold; financial system; bonds; financial crisis