MIĘDZYNARODOWY SYSTEM FINANSOWY

Janusz Bilski
Małgorzata Janicka
Tomasz Miziołek

WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

http://dx.doi.org/10.18778/8088-036-8.01

CZĘŚĆ I

EWOLUCJA FINANSÓW MIĘDZYNARODOWYCH – SFERA REGULACYJNA

ROZDZIAŁ 1

MIĘDZYNARODOWY SYSTEM FINANSOWY – GENEZA, DEFINICJE

Od połowy lat 80, obserwujemy wyraźną ewolucję gospodarki światowej, która trwale zmienia mechanizmy finansów międzynarodowych. Dzisiejszy globalny świat finansów różni się w sposób zasadniczy od znanego nam z podręczników pisanych w latach 80. czy nawet 90. Możemy wyodrębnić kilka procesów, które zadecydowały o obecnym kształcie globalnej architektury finansowej. Są to:

1. Deregulacja i liberalizacja krajowych rynków finansowych, które doprowadziły do gwałtownego wzrostu wolumenu międzynarodowych obrotów kapitałowych i rozwoju światowego rynku finansowego;
2. Powstanie silnych związków i zależności pomiędzy krajowymi rynkami finansowymi a rynkiem globalnym, czego efektem jest integracja finansowa w skali międzynarodowej;
3. Postępująca dywersyfikacja stosowanych reżimów kursowych, przy równoczesnej stabilizacji proporcji między kursami stałymi a płynnymi w ostatnim dwudziestoleciu[1];

[1] MFW klasyfikował w 2009 roku 10 rodzajów kursów walutowych; kursy stałe (i pochodne) wybrało ca 40–45% państw; podobnie kursy płynne. Około 15–20% państw stosuje różnego rodzaju pośrednie reżimy kursowe.

4. Zmiana priorytetów w polityce pieniężnej, odejście od stabilności kursów walutowych (szerzej – równowagi zewnętrznej) na rzecz równowagi wewnętrznej rozumianej przede wszystkim jako stabilność cen (bezpośredni cel inflacyjny). W konsekwencji kursy walutowe stały się mało ważnym instrumentem polityki gospodarczej[2];
5. Gwałtowny rozwój inżynierii finansowej, czego efektem (między innymi) jest ograniczenie poziomu regulacji i nadzoru nad rynkami finansowymi w ujęciu międzynarodowym.

Przedstawione powyżej procesy zmieniły w ostatnich 30 latach finanse międzynarodowe w takim stopniu, że opis ich przy użyciu aparatu pojęciowego z pierwszych dekad okresu powojennego jest już niemożliwy. Definicja międzynarodowego systemu walutowego – msw (*international monetary system*) z kluczową rolą Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) nie oddaje całej złożoności stosunków finansowych w ujęciu globalnym. Opisuje i bada tylko pewien segment relacji w gospodarce światowej. Międzynarodowy system walutowy stał się częścią – ważną, ale tylko częścią – globalnej architektury finansowej.

Dziś skomplikowane relacje w finansach międzynarodowych łatwiej jest zidentyfikować i zbadać, przez opis celów, elementów i wewnętrznej logiki działania międzynarodowego systemu finansowego – msf (*international financial system*).

Dodatkowym argumentem przemawiającym za poszerzeniem obszaru badawczego od sfery walutowej do międzynarodowego systemu finansowego jest rola finansów we współczesnej gospodarce. Na początku XXI wieku ekonomiści zaczęli opisywać i analizować proces, który został nazwany „finansjalizacją" (*Financialization*) lub „kapitalizmem finansowym" (*Finance-dominated capitalism*). W literaturze często przytaczana jest, nieco publicystyczna w formie, definicja finansjalizacji Epsteina. Brzmi ona następująco: „(…) finansjalizacja oznacza wzrastającą rolę motywacji finansowych, finansowych rynków, finansowych aktorów i finansowych instytucji w operacjach gospodarek krajowych i międzynarodowej[3].

---

[2] Proces ten ulega pewnej ewolucji polegającej na pojawieniu się dodatkowego celu polityki pieniężnej – stabilizacji rynków finansowych, co wiąże się z konsekwencjami ostatniego kryzysu finansowego.

[3] E. Hein, *The Macroeconomics of Finance – dominated Capitalism – and its Crisis*, Edward Elgar, USA 2012, s.2.

W. Małecki podaje dane dokumentujące proces finansjalizacji we współczesnej gospodarce światowej. Przytoczę najważniejsze z nich. I tak, w latach 1973–1995 obroty na światowym rynku finansowym wzrosły 80-krotnie; w latach 1995–2005 – 150 razy. W Wielkiej Brytanii, w 1964 roku, łączna suma bilansowa sektora bankowego wynosiła 35% PKB; w 2007 – 500% PKB[4].

W USA zadłużenie sektora prywatnego w 1947 roku wynosiło 50% PKB, w 2007 280% PKB. To tylko niektóre wielkości charakteryzujące zjawisko. Widać tu wyraźnie rodzącą się dominację sfery finansowej nad realną. Zjawiska finansowe mogą determinować przebieg realnych procesów gospodarczych.

Jeszcze niedawno ekonomiści konstruowali modele teoretyczne gospodarki bez udziału pieniądza (Keynes, Marshall i inni)[5]. Być może niedługo – oby nie – skonstruowany zostanie model współczesnej gospodarki bez sfery realnej.

Powracając do międzynarodowego systemu finansowego stwierdzić należy, że cele msf są szersze niż zadania przypisywane msw. Tak na przykład Lutkowski jako podstawowy cel powojennego porządku walutowego podaje stworzenie warunków dla niezakłóconej wymienialności walut krajowych na pieniądz międzynarodowy i sprawnego systemu płatności między krajami[6]. Zbliżone opinie prezentują inni polscy badacze problematyki – K. Zabielski i E. Drabowski[7].

Cele międzynarodowego systemu finansowego są następujące:

1. Zapewnienie swobody transferów kapitałów w skali międzynarodowej, tak aby możliwa była najbardziej efektywna alokacja kapitałów z punktu widzenia optimum ogólnoświatowego;
2. Stworzenie warunków dla stabilnego rozwoju finansów światowych poprzez:

- regulacje i nadzór nad krajowymi i międzynarodowymi rynkami i instytucjami finansowymi,
- koordynację polityk finansowych między krajami;

[4] W. Małecki, *Przemiany sektora bankowego i ich konsekwencje*, Ekonomista nr 4, 2014, s. 467.

[5] R.M. Starr, *Why is there Money? Walrasian General Equilibrium Foundations of Monetary Theory*, Edward Elgar, USA, 2012, passim.

[6] K. Lutkowski, *Współczesny międzynarodowy system walutowy*, PWN 1983, s. 8.

[7] Szerzej na ten temat: J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE 2006.

3. Stworzenie mechanizmu osiągania zewnętrznej równowagi finansowej na poziomie państw i w skali globalnej.

Jest rzeczą zrozumiałą, że osiągnięcie równocześnie trzech wymienianych celów jest bardzo trudne, ale konieczne – tworzy to racjonalność międzynarodowego systemu finansowego. Liberalizacja przepływów kapitałowych byłaby opacznym celem systemu jeżeli prowadziłaby do trwałej destabilizacji rynków finansowych lub nierównowag zewnętrznych. Oczywiście, możliwe są takie sytuacje, ale powinny mieć charakter przejściowy – mechanizmy msf powinny przywracać równowagę.

Międzynarodowy system finansowy tworzą następujące elementy:

- sfera regulacyjna obejmująca zasady dotyczące na przykład płynności międzynarodowej, kursów walutowych czy rynków i instytucji finansowych;
- międzynarodowe rynki finansowe, przepływy kapitałów,
- podmioty rynku finansowego.

Konstrukcja niniejszego podręcznika oparta jest właśnie na powyższym opisie msf.

Przedstawione powyżej klasyfikacje elementów msf to jedna z wielu prób definiowania tego systemu. Trzeba tu zwrócić uwagę na fakt, że wielu autorów wymiennie używa terminów msw i msf[8] lub tak jak C. Borio używa terminu złożonego: międzynarodowy system walutowy i finansowy[9].

W pewnym sensie zbliżoną do zaprezentowanej powyżej klasyfikacji zaproponował J. Giddy[10]. Autor wyróżnił trzy grupy elementów tworzących msf, są to:

- instytucje,
- zasady (*issues*),
- system kursu walutowego.

[8] Należy tu przypuszczać, że msf zawiera w sobie msw.

[9] C. Borio, H. James, H. Song Shin, *The international monetary and financial system: a capital account historical perspective*, BIS Working Papers, 2014, s. 457.

[10] J Giddy, International Financial Managements, http://people.stern.nyu edu/igiddy/ifmppt/review.pdf (dostęp: 18.12.2015).

J. Giddy mniejszą uwagę przywiązuje do działań międzynarodowych rynków finansowych, akcentując równocześnie rolę reżimów kursowych. Elementy polityki krajowej i międzynarodowej wobec przepływów kapitałowych znajdują się w części „zasady".

Interesującą klasyfikację międzynarodowego systemu finansowego zaproponował G.B. Vikram[11]; dzieli on msf na trzy poziomy:

- globalny,
- regionalny,
- poziom firm.

Na poziomie firm msf tworzą procedury i kanały oddziaływania związane z aktywnością finansową przedsiębiorstw.

Na poziomie regionalnym system kreuje mechanizmy wymiany funduszy między pożyczkodawcami a pożyczkobiorcami. Globalny system finansowy obejmuje swym oddziaływaniem wszystkie instytucje finansowe i regulatory działające na poziomie międzynarodowym (w odróżnieniu od funkcjonujących na poziomie narodowym i regionalnym).

Zaproponowane przez Vikrama badanie msf na różnych poziomach regulacji systemu, jest niewątpliwą zaletą jego podejścia. Wadą może okazać się trudność w oddzieleniu instytucji i regulacji działających w regionie, globalnie czy na poziomie przedsiębiorstw.

Pytania kontrolne

1. Co to jest finansjalizacja?
2. Jakie są cele msf?
3. Elementy msf.

[11] G.B. Vikram, International Financial System, http://www.slideshare.net/VikramNani/international-financial-system (dostęp: 18.12.2015).

ROZDZIAŁ 2

HISTORIA ŚWIATOWEGO SYSTEMU WALUTOWEGO

Aby zrozumieć współczesne mechanizmy światowego rynku finansowego, konieczne jest opisanie i analiza dotychczasowych systemów walutowych. Bez wyjaśnienia genezy relacji między elementami systemu walutowego trudno będzie zrozumieć kryzys, reformę i kierunki ewolucji msw. Nie można badać zagadnień związanych z pieniądzem międzynarodowym bez analizy ewolucji roli złota, funta i dolara w historii finansów międzynarodowych.

W pracy badane będą następujące systemy walutowe:

1. System waluty złotej (1870–1914);
2. System dewizowo-złotowy (1918–1944);
3. System dolarowo-złoty (1944–1971);
4. System wielodewizowy (1971–2000);
5. Międzynarodowy system finansowy (2000–…).

Badając ewolucję organizacji światowego systemu walutowego i finansowego, można narazić się na zarzut, że wnioski wynikające z tych analiz będą miały wartość historyczną. Ponadto istnieje ryzyko nadużycia polegające na tym, że ekonomiczna przeszłość jest analizowana przy pomocy współczesnych instrumentów badawczych. Komentarze i interpretacje dokonywane są przez pryzmat współczesnych wydarzeń w świecie finansów międzynarodowych. Mimo tych zagrożeń, są ważne powody dla których należy badać historię pieniądza międzynarodowego, światowych rynków finansowych. Po pierwsze, mechanizmy współczesnych finansów międzynarodowych ze swoimi wadami i zaletami to w dużej części efekt decyzji podejmowanych kilkadziesiąt lat temu. Po drugie, lepsze zrozumienie „ekonomicznej przeszłości" sprawia, że więcej wiemy o „ekonomicznej teraźniejszości".

Nie jest przypadkiem, że większość analiz dotyczących kryzysu finansowego z ostatnich lat odwołuje się i porównuje przyczyny, przebieg i konsekwencje ostatniej zapaści finansowej z tzw. wielkim kryzysem z lat 30. XX wieku.

Ważną częścią badanych problemów będzie analiza roli w międzynarodowych systemach gospodarczych rynkowych mechanizmów samoregulacyjnych oraz zasad i reguł działania na poziomie krajowym i międzynarodowym.

Historia ewolucji międzynarodowego systemu walutowego to nieustanne próby znalezienia równowagi między regulacjami i nadzorem nad finansami światowymi a działaniem systemu samoregulującego się, opartego na rynku i mechanizmach rynkowych.

W niniejszej pracy system międzynarodowy będzie rozumiany jako układ wzajemnie powiązanych elementów (podsystemów), które łączy struktura systemu. Struktura określa metabolizm procesów ekonomicznych między elementami, a więc istnienie trwałych i powtarzających się zależności. System nie jest sumą elementów, lecz ich swoistym układem. Zmiany jednego z nich wymagają dostosowań w pozostałych[1].

Istotę samoregulacji najłatwiej wyjaśnić przez analogię do samoregulacji w przyrodzie. Przyjmując to uproszczenie, samoregulacja rozumiana jest jako zdolność reagowania podmiotów, mechanizmów ekonomicznych, rynków na bodźce zewnętrzne i wewnętrzne. Odpowiednie reakcje elementów systemu na impulsy umożliwiają osiąganie stanu dynamicznej równowagi.

Wadliwe działanie mechanizmu samoregulacji oznacza, że elementy systemu nie reagują na bodźce lub reagują niewłaściwie – uniemożliwiają osiągnięcie stanu równowagi[2].

2.1. System waluty złotej

Złoto pełniło funkcje pieniądza światowego prawdopodobnie od czasów Krezusa (ca 550 p.n.e), wówczas to król Lidii wpadł na pomysł stemplowania monet, gwarantując ich wagę. Monety były wykonane z elektronu – naturalnego stopu złota i srebra.

Jest rzeczą charakterystyczną, że przez dwadzieścia pięć wieków (do I wojny światowej) nikt nie nazywał złota pieniądzem światowym czy walutą międzynarodową. Złoto po prostu było podstawą i miarą systemów pieniężnych, było pieniądzem uniwersalnym.

W nowożytnej historii gospodarczej świata najlepszy czas złota to lata 1870–1914, okres funkcjonowania systemu waluty złotej. Złoto pełniło funkcję podstawy systemu integrującego narodowe rynki pieniężne[3].

---

1 J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE 2006, s. 254.

2 J. Modrzyński, http://www.encyklopedialesna.pl/hasla/index/17835 (dostęp 18.12.2015).

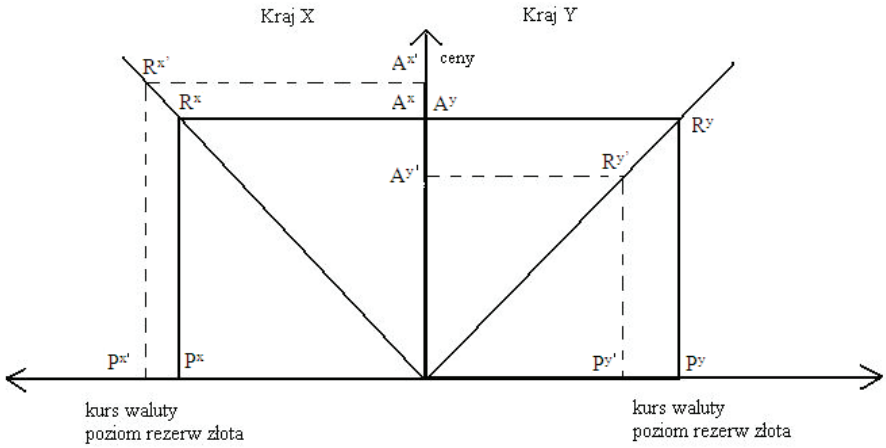
3 W XIX i XX wieku nie istniał, w czystej (homogenicznej) postaci system waluty złotej, w którym cyrkulowałyby tylko złote monety. Pieniądze krajowe „reprezentowały"

Relacje miedzy walutami krajowymi a złotem były stałe. To zdaniem B. T. McCalluma oznacza, że funt, frank, lir czy dolar to były w gruncie rzeczy różne nazwy określonej ilości złota[4].

Zdaniem wielu ekonomistów złoto świetnie pełniło funkcje pieniądza światowego, ponieważ nie miało „narodowości". Nie było podporządkowane żadnej władzy krajowej czy międzynarodowej. Stabilność goldstandardu wynikała z obowiązującej zasady podaży złota w skali międzynarodowej. Była ona skorelowana ze wzrostem światowego PKB, handlu zagranicznego i cen[5].

Najważniejszą zaletą goldstandardu i złota jako pieniądza międzynarodowego było znakomite, symetryczne działanie mechanizmu wyrównawczego, który pozwalał krajom należącym do systemu przywracać równowagę zewnętrzną[6]. Oto modelowy opis mechanizmu.

Wykres 2.1. Mechanizm wyrównawczy goldstandardu



Źródło: J. Bilski, *Międzynarodowy system*…, s. 103.

Wykres podzielony jest na dwie części: lewa – kraj X, prawa – kraj Y, gdzie:
A^x i A^y – poziom cen krajów X i Y,
P^x i P^y – podaż pieniądza krajów X i Y,
R^x i R^y – stan równowagi bilansu handlowego krajów X i Y.

złoto. F.A Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability*, I wydanie London: Longmans, Green – The Graduate Institute of International Studies. Geneve, Publication Number 18, 1937 s. 8.

4 B.T. McCallum, *International Monetary Economics*, Oxford University Press, 1996, s. 72.

5 E. Drabowski, *Pieniądz międzynarodowy*, PWE, Warszawa 1988, s. 80.

6 Działanie symetryczne oznacza, że w równym stopniu dotyczy krajów deficytowych i nadwyżkowych.

Przyjmuję założenie upraszczające, że zmiany kursu walutowego, poziomu rezerw złota i podaży pieniądza są jednokierunkowe i proporcjonalne. Przedstawiony wykres przedstawia stan równowagi zewnętrznej między krajami X i Y przy poziomie cen krajowych A^x i A^y i podaży pieniądza P^x i P^y. Wahania kursów mieszczą się w granicach ±1% od parytetu w ramach tzw. punktów złota. Istniejący stan równowagi zostaje zakłócony przez wzrost popytu na dobra kraju X w kraju Y i wzrost eksportu kraju X. W konsekwencji powstaje nadwyżka bilansu handlowego kraju X w stosunku do kraju Y. Oznacza to przesunięcia na prostej równowagi z punktu R^x do $R^{x'}$ w kraju X. Równocześnie następuje przesunięcie w kraju Y z R^y i $R^{y'}$. Deficyt bilansu handlowego kraju Y powoduje spadek kursu waluty i odpływ złota do kraju X. Równocześnie następuje wzrost kursu waluty kraju X i zwiększenie poziomu rezerw złota. W konsekwencji ma miejsce ograniczenie podaży pieniądza w Y z punktu P^y do $P^{y'}$ oraz wzrost podaży w kraju X do punktu $P^{x'}$. Zmiany podaży pieniądza wpływają na poziom cen (wzrost w kraju X i deflacja w kraju Y). Różnice poziomu cen w kraju X i Y zmieniają istniejącą pozycję konkurencyjną towarów obydwu państw, następuje przesunięcie popytu na dobra eksportowane przez Y. Sytuacja powoduje deficyt handlowy w kraju X i nadwyżkę w kraju Y. Kraje osiągają stan równowagi zewnętrznej.

Na zakończenie opisu mechanizmu wyrównawczego goldstandardu należy zwrócić uwagę na rolę tzw. punktów złota, pełniły bowiem one funkcje stabilizatora wahań kursów i wynosiły średnio 0,3–0,4% od kursu parytetowego. Przekroczenie tych granic oznaczało, że przedsiębiorcy woleli regulować zobowiązania transferem złota. W praktyce wahania kursów były nieco wyższe i wynosiły 0,4–1,0%, wynikało to z przyzwyczajenia do regulowania należności zagranicznych wekslami i czekami.

Niektóre banki centralne rozpoczęły na przełomie XIX i XX wieku stosowanie łagodnego interwencjonizmu walutowego polegającego na wprowadzaniu utrudnień w sprzedaży złota lub podnoszeniu stopy dyskontowej, gdy kurs waluty krajowej zbliżał się do punktu złota.

2.2. Okres 1918–1939 – między dezintegracją a kooperacją w msw

Pierwsza wojna światowa i związane z nią zmiany w polityce gospodarczej głównych państw Zachodu rozregulowały system waluty złotej. Przestały działać mechanizmy rynkowe, które utrzymywały gospodarki w stanie równowagi zewnętrznej i stabilizowały kursy walutowe. Pierwsze lata po wojnie światowej to czas bardzo dynamicznych zmian

w Europie. Procesy te doprowadziły do dezintegracji politycznej, gospodarczej i walutowej. Po ponad 100 latach zmieniła się mapa polityczna Europy Wschodniej, Środkowej i Południowej. Rozpadły się dotychczasowe imperia. Powstały nowe państwa, które zaczęły tworzyć autonomiczne obszary monetarne.

Teoria i polityka gospodarcza znalazły się na zakręcie. Gospodarka wojenna, interwencjonizm państwowy podważyły podstawy ekonomii klasycznej. Nowa doktryna ekonomiczna dopiero powstawała. W kwestiach walutowych główne kraje europejskie i USA prezentowały stanowiska nadzwyczaj optymistyczne. Panował powszechny pogląd, że w krótkim czasie uda się reaktywować system waluty złotej, nawet jeśli nastąpią drobne modyfikacje w stosunku do systemu przedwojennego. Politykom i ekonomistom zabrakło wyobrażeń jak przezwyciężyć walutowo-finansowy chaos i dezintegrację. Współczesna ekonomia nie proponowała alternatywnych wobec goldstandardu systemów walutowych.

Co zmieniło się w powojennych finansach międzynarodowych i czy możliwe było reaktywowanie systemu waluty złotej? Oto najważniejsze zmiany:

1. Wycofanie z obiegu złotych monet (proces demonetyzacji) i koncentracja zasobów złota w bankach centralnych;
2. Ograniczenie w wymianie banknotów na złoto po kursie oficjalnym;
3. Uniezależnienie wielkości emisji pieniądza od rezerw złota – tzw. „pokrycia złotem";
4. Ograniczenie w transferze złota w skali międzynarodowej;
5. Nie obowiązywały wspólne reguły w dziedzinie kursów walutowych; stał się on aktywnym instrumentem polityki gospodarczej.

Przedstawione zmiany zablokowały działanie mechanizmu wyrównawczego systemu waluty złotej. Powojenny system stracił swoje samoregulacyjne zdolności.

Dezintegracja systemu walutowego zrodziła w wielu krajach świadomość, że organizacja systemu walutowego to nie jest już tylko problem pojedynczych państw. Po raz pierwszy w kwestii finansów międzynarodowych zaczęto odczuwać potrzebę współpracy, koordynacji działań i budowy regulacji międzynarodowych.

W 1922 roku, z inicjatywy Wielkiej Brytanii i Francji, bez udziału USA, odbyła się w Genui międzynarodowa konferencja ekonomiczna, gdzie dyskutowano na temat powojennego porządku walutowego. Większość

państw potwierdziła wolę odbudowy systemu waluty złotej[7]. Oznaczało to przywrócenie pewnych założeń przedwojennego porządku monetarnego. Pozostał problem niedostatku złota monetarnego w większości państw. Było to konsekwencją spadku wydobycia kruszcu w latach 1911–1920 oraz jego powojennej realokacji. USA i Francja gromadziły większość światowych rezerw złota[8]. Deficyt złota monetarnego w większości państw europejskich wykluczał możliwość powiązania emisji pieniądza krajowego z rezerwami złota – groziło to deflacją i stagnacją gospodarczą. Rozwiązaniem problemu było zaakceptowanie najważniejszych walut świata jako składników rezerw. Tak powstał system dewizowo-złoty (*gold-exchange standard*). Wymienialne na złoto dolary czy funty tworzyły rezerwy zabezpieczające tzw. „pokrycie w złocie". Dodać tu trzeba, że nie był to system zinstytucjonalizowany, wskazano kierunki działania bez szczególnych rozwiązań, każdy kraj sam decydował o zasadach działania.

Wprowadzenie wymienialności banknotów na złoto stworzyło zagrożenie utraty przez banki centralne rezerw złota. Aby temu zapobiec, wprowadzono ograniczenia w wymianie, które nazwano systemem sztabowo-złotowym. Wymieniane mogły być tylko duże kwoty, które były odpowiednikami kilkukilogramowych sztab złota (*gold bullion standard*).

Konferencja w Genui nie miała na celu budowy międzynarodowych regulacji odnoszących się do systemu walutowego – było na to za wcześnie. Próbowano stworzyć mechanizm koordynacji i kooperacji działania krajowych banków centralnych.

Trudności ze współpracą na poziomie multilateralnym wykształciły bilateralny kształt relacji między bankami centralnymi. Widać to wyraźnie na przykładzie osi Wielka Brytania–USA, która w istotny sposób wpływała na kształt stosunków walutowych w Europie[9]. Różne kraje peryferyjne, w tym Polska, utrzymywały raczej bilateralny charakter stosunków finansowych z zagranicą. Stany Zjednoczone jako główny kredytodawca budowały swoją pozycję poprzez sieć dwustronnych umów pożyczkowych.

---

[7] W polskiej historiografii konferencja w Genui nazywana jest konferencją lub układem z Rapallo (od nazwy miejscowości nadmorskiej położonej niedaleko Genui).Układ ten ma w Polsce bardzo złą reputację, doszło tu bowiem do porozumienia między Rosją Radziecką a Republiką Weimarską w sprawach finansowych, wojskowych i częściowo politycznych. Układ z Rapallo w wielu częściach naruszał decyzje traktatu Wersalskiego i zdecydowanie pogorszył sytuację geopolityczną Polski.

[8] E. Drabowski, *Pieniądz międzynarodowy*, PWE, Warszawa 1988, …, s. 39.

[9] H. James, *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods*, Oxford University Press, 1996, s. 21.

Stabilizacja sytuacji walutowej w połowie lat 20. skłoniła kraje do bardziej intensywnych działań na rzecz rekonstrukcji systemu waluty złotej. Efektem tego było między innymi przywrócenie w 1925 roku standardu złota w Wielkiej Brytanii. Wielu uważa, że zastosowanie parytetu funta z okresu przedwojennego było jednym z większych błędów rządu brytyjskiego. Zamiast wzmocnienia pozycji funta i roli londyńskiego City w Europie gospodarkę Wielkiej Brytanii dotknęła recesja. W ślady Wielkiej Brytanii podążyły inne kraje europejskie i system waluty złotej został przywrócony na starym kontynencie[10].

Wielki kryzys gospodarczy spowodował odejście większości państw od systemu waluty złotej. Symboliczna była decyzja prezydenta F.D. Roosvelta z 1933 r. o zlikwidowaniu związków między dolarem i złotem. Dolar został zdewaluowany do poziomu 35 USD za troy uncje i wprowadzono dzienny fixing złota w dolarach.

Amerykański bank centralny, podobnie jak inne banki prowadził ożywioną aktywność na krajowych rynkach złota i dewiz. Działania te nabrały cech nieuczciwej konkurencji walutowej, polegającej na „hamowaniu aprecjacji" własnej waluty lub tzw. „wyścigu dewaluacyjnym" między krajami.

Główne kraje Zachodu tworzyły specjalne agencje lub fundusze dla prowadzenia aktywnej polityki kursowej. W 1932 roku Wielka Brytania utworzyła Exchange Equalization Account (EEA) dla ograniczenia wahań kursu funta szterlinga[11]. W opinii ekonomistów amerykańskich chodziło tu głównie o hamowanie aprecjacji funta do USD. W odpowiedzi Federal Reserve System (Fed) stworzył w 1934 roku Exchange Stabilization Fund (ESF)[12].

Konkurencyjna polityka kursowa głównych państw Europy i USA nie mogła dać pozytywnych rezultatów, widoczna była coraz większa dezintegracja rynków walutowych. W tej sytuacji Stany Zjednoczone przejęły inicjatywę stabilizacji relacji walutowych. W pierwszej fazie Stany Zjednoczone zawarły dwustronne porozumienia z Francją oraz Wielką Brytanią w sprawie koordynacji działań na rynkach dewizowych i rynkach złota.

Logiczną konsekwencją tych działań było utworzenie w 1936 roku trójstronnego porozumienia (The Tripartite Agreement) podpisanego przez USA, Francję i Wielką Brytanię. Stronami porozumienia były rządy,

---

[10] Goldstandardu nie wprowadziły Hiszpania, Portugalia, Rumunia.

[11] Od 1931 roku kurs funta do USD i innych walut był płynny.

[12] M.D. Bordo, O. Humpage, A.J. Schwartz, *The Historical Origins of U.S. Exchange Market Intervention Policy* NBER Working Paper 12662, 2006, s. 17.

ale to banki centralne odgrywały kluczową rolę w koordynacji i stabilizacji cen złota na różnych rynkach. Trzeba pamiętać o tym, że kiedy uruchamiano współpracę między partnerami, kraje stosowały różne reguły odnośnie do cen złota. Tak na przykład Francja miała stałe ceny ograniczone marżami utworzonymi przez punkty złota. Podobny system działał w USA. Wielka Brytania nie miała ustalonych oficjalnych cen złota. Porozumienie działało do września 1939 roku i odnotowało znaczące sukcesy w stabilizowaniu wahań dolara, funta i franka. Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na awansowanie Fed i dolara amerykańskiego do roli ważnego elementu finansów międzynarodowych. Stany Zjednoczone podjęły się roli inicjatora i organizatora działań stabilizujących międzynarodowy system walutowy. H. James[13] nazwał to przypadkiem, kiedy międzynarodowe działania o charakterze regulacyjnym i kooperacyjnym służą budowaniu infrastruktury mechanizmów rynkowych. Może to brzmieć paradoksalnie, ale to właśnie nadzór i regulacje międzynarodowe stworzyły warunki do działania systemów samoregulujących się.

2.3. Rola funta i dolara w finansach światowych

Najciekawsze są okresy przejściowe, kiedy procesy ekonomiczne zmieniają nie tylko swoją dynamikę, lecz, co najważniejsze, kierunki swojego działania. Te zmiany mogą być na początku trudne to zidentyfikowania, może to sprawiać wrażenie chwilowego wzmocnienia lub osłabienia trendu. W rzeczywistości powstaje nowa struktura, tworzą się nowe mechanizmy określające logikę działania systemu. Procesy, o których mowa, rozpoczęły się w finansach międzynarodowych w drugiej połowie lat 20. XX wieku. Dolar rozpoczął rywalizację z funtem o pozycję waluty światowej. Proces ten trwał kilka dekad i zakończył się hegemonią dolara i gospodarki USA w msw.

Przed I wojną światową dolar był pieniądzem lokalnym, nie odgrywał większej roli w finansach międzynarodowych. Również amerykański rynek finansowy, ze szczególnym uwzględnieniem instrumentów finansujących handel miał charakter lokalny[14]. Kwotowanie kursu dolara odbywało się na zaledwie kilku rynkach. O pozycji dolara świadczy jego udział w rezerwach walutowych przed I wojną światową.

[13] H. James, *op. cit*., s. 17.

[14] B. Eichengreen, *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, First MIT Press, 2010, s. 4.

Tabela 2.1. Udział walut w znanych oficjalnych rezerwach walutowych (w %)

	koniec 1899 roku	**koniec 1913 roku**
Funt szterling	64	48
Frank	16	31
Marka	15	15
Pozostałe waluty	6	6

Źródło: B. Eichengreen *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, First MIT Press editio, 2010, s. 131

Do końca lat 20. XX wieku funt dominował w msw, ilustrują to dane dotyczące gospodarki brytyjskiej. Wielka Brytania importowała (1890) 20% światowego eksportu, w latach 1860–1914 około 60% handlu światowego było fakturowane w funtach. W roku 1899 64% światowych rezerw tworzyły funty, w 1913 – 48%[15]. Rynek brytyjski był centrum finansowym świata. Weksel „ciągniony na Londyn", po akceptacji londyńskiego banku, był synonimem wypłacalności.

O umiędzynarodowieniu gospodarki brytyjskiej świadczy fakt, że na przełomie XIX i XX wieku eksport kapitału z tego kraju osiągnął ca 10% PKB. Cechą szczególną funta jako waluty międzynarodowej było utrzymywanie się (poza nielicznymi epizodami) przez dziesięciolecia bardzo niskich i stabilnych stóp procentowych; długoterminowe wahały się w granicach 3,00% – 3,20%[16]. Przedstawioną sytuację można podsumować następująco: złoto było w latach 1870–1914 pieniądzem światowym; funt pełnił funkcję pieniądza międzynarodowego. Zadecydowały o tym względy techniczne, ekonomiczne – taniej i łatwiej było posługiwać się walutą brytyjską niż złotem.

W połowie lat 20. rozpoczął się ważny proces, niedoceniany w literaturze ekonomicznej, który zainicjował przyjmowanie przez dolara funkcji waluty międzynarodowej. Była to opisywana wcześniej zmiana wektorów w finansach międzynarodowych, która doprowadziła do trwałego przekształcenia msw. Tym procesem była obniżka długoterminowych stóp procentowych w USA.

Przedstawione dane pokazują, że od drugiej połowy lat 20. amerykańskie stopy procentowe są najniższe wśród głównych państw świata.

[15] *Ibidem*, passim.

[16] S. Homer, R. Sylla, *A History of Interest Rates*, 4th edition, WILEY, 2005, s. 190.

Efekty tego zjawiska są słabo opisane w literaturze ekonomicznej, lecz z dużą dozą pewności można stwierdzić, że waluta światowa w 90 na 100 przypadków ma najniższe oprocentowanie długoterminowe. Prawdopodobnie zależność ta związana jest z funkcją głównego składnika płynności międzynarodowej i mechanizmu kreacji pieniądza światowego.

Tabela 2.2. Długoterminowe stopy procentowe w głównych krajach Zachodu (średnia z dziesięciu lat)

Okres	Anglia	Francja	Holandia	Belgia	Niemcy	Szwecja	Szwajcaria	Kanada	USA
1841–1850	3,26	4,14	4,53	4,43	3,84				5,41
1851–1860	3,16	4,45	4,02	4,25	4,08	4,64			4,33
1861–1870	3,27	4,37	4,21	3,68	4,03	5,41			5,34
1871–1880	2,19	4,71	4,17	3,72	4,29	4,91			4,98
1881–1890	2,97	3,68	3,55	3,38	3,82	3,73			3,60
1891–1900	2,47	3,03	2,93	2,71	3,53	3,68			3,23
1901–1910	2,97	3,06	3,20	2,94	3,64	3,74	3,86	3,80	3,17
1911–1920	3,81	4,06	4,00		4,72	5,10	4,52	4,76	3,93
1921–1930	4,63	5,22	4,50	5,25	7,25	4,72	5,20	5,07	4,26
1931–1940	3,54	3,98	3,50	4,04	6,26	3,48	3,94	3,88	3,34
1941–1950	3,06	3,60	3,24	4,27	4,70	3,04	3,31	2,93	2,31
1951–1960	4,31	5,68	3,52	4,41	6,01	3,65	2,96	3,67	2,99
1961–1970	6,54	5,39	5,30	6,15	6,59	5,16	3,84	5,68	4,51
1971–1980	11,77	8,68	8,24	8,27	7,96	8,55	5,11	8,49	6,87
1981–1990	10,42	11,74	8,24	10,6	7,63	12,02	4,69	11,74	10,38

Źródło: S. Homer, R. Sylla *A History*…, s. 558.

Wkraczanie dolara na międzynarodową scenę finansową dokonywało się trzema kanałami:

1. Zwiększenie udziału USA w handlu światowym zintensyfikowało wykorzystanie papierów wartościowych denominowanych w USD do finansowania handlu światowego. Ważnym impulsem było rozpoczęcie przyjmowania przez Fed do dyskonta weksli zagranicznych wystawców. Zwiększyło to znacząco obroty nowojorskiego rynku papierów wartościowych.
2. Niski poziom amerykańskich stóp procentowych zwiększył atrakcyjność kredytów udzielanych w dolarach. Szczególnie intensywnie rozwijały się dwa rodzaje kredytów:

- pożyczki rządu amerykańskiego o charakterze pomocowym lub stabilizacyjnym dla państw europejskich,
- organizowanie przez banki amerykańskie emisji obligacji dla rządów i korporacji europejskich

3. Wzrost roli dolara jako waluty rezerwowej, co wynikało z działania dwóch opisanych wyżej kanałów oraz dodatkowo utrzymywanie w USA wymienialności dolarów na złoto dla banków centralnych państw europejskich. Było to możliwe dzięki przepływom złota z Europy do Stanów Zjednoczonych.

2.4. Reformy monetarne w Polsce

Pierwsze lata odrodzonej Polski w kwestiach monetarnych były wyjątkowo trudne. Władze krajowe musiały zbudować praktycznie nowy system pieniężny bez minimalnego nawet wsparcia z zagranicy.

Dwa zjawiska decydowały o sytuacji na polskim rynku pieniężnym:

1. Hiperinflacja,
2. Odziedziczone po zaborach trzy różne systemy pieniężne.

Ad 1. Po I wojnie światowej kraje Europy Środkowej i Wschodniej przeżywały bardzo trudny okres. Niestabilność polityczna, trwające jeszcze działania wojenne[17], zniszczenie gospodarki uruchamiały procesy inflacyjne. Zjawisko to szybko przekształciło się w hiperinflację. Ilustruje to tabela 2.3.

[17] Wojna polsko-sowiecka, rok 1920, powstanie śląskie.

Tabela 2.3. Hiperinflacja w latach dwudziestych

Kraje	Okres	Średnia stopa wzrost podaży pieniądza (miesięcznie w %)	Średnia stopa inflacji (miesięcznie w %)	Najwyższy nominał banknotu	Nowa waluta (data wprowadzenia)
Austria	IX 1921–VIII 1922	30,9	47,1	5 mln	schilling (grudzień 1923)
Niemcy	VII 1922 – XI 1923	314,0	322,0	100 bln	rentenmarka (listopad 1923) reichsmarka (październik 1924)
Węgry	III 1923 – II 1924	32,7	46,0	1 mln	pengö (listopad 1925)
Polska	I 1923 – I 1924	71,2	81,1	10 mln	złoty (kwiecień 1924)
Rosja	XII 1921 – I 1924	49,3	57,0	10 mln	czerwoniec = 10 rubli (1924)

Źródło: Opracowanie własne w oparciu o: Morawski W. *Od marki do złotego*, PWN, Warszawa 2008, s. 52 oraz McCallum B.T. *International Monetary Economics*, Oxford University Press, 1996, s. 82

Ad. 2. W powojennej Polsce funkcjonowały równocześnie waluty zaborców, lokalne pieniądze oraz emitowane przez Polską Krajową Kasę Pożyczkową (PKKP) marki polskie[18].

Chaos na rynku pieniężnym próbowano opanować przez wprowadzenie ograniczeń w wywozie dewiz i złota. PKKP utrzymywała oficjalne stopy procentowe na niskim poziomie, co zdezorganizowało relacje kredytowe[19]. Czarny rynek walutowy, spekulacje, potężna emisja marki polskiej hamowały normalne stosunki handlowe w kraju.

Rok 1924 to czas intensywnej sanacji polskiego systemu monetarnego, nazywany w literaturze „reformą Grabskiego". Powstał bank centralny – Bank Polski, zaczęto emisję nowej waluty – złotego, rozpoczęto

[18] PKKP była instytucją utworzona w 1917 roku przez niemieckie władze okupacyjne. W 1918 roku polski rząd przyjął PKKP i powierzył mu funkcję banku emisyjnego państwa.

[19] W. Morawski, *Od marki do złotego*, PWN, Warszawa 2008, s. 83.

interwencje na giełdzie w Warszawie dla stabilizacji kursu pieniądza. Polska utworzyła system waluty oparty na zasadach gold-exchange standard. Kurs złotego ustalono na poziomie franka szwajcarskiego, to jest 5,18 złotego za dolara. Ustalono, że tak zwane pokrycie emisji w rezerwach dewizowych i złocie powinno wynosić minimum 30%. Jak ocenił to E. Taylor: „reforma walutowa była wielkim dziełem, które uratowało Polskę od nieuniknionej katastrofy, nie tylko gospodarczej, lecz i politycznej”[20].

Należy wyraźnie podkreślić, że Polska była jednym z nielicznych państw, które dokonało reformy monetarnej bez pomocy zagranicznej. Stabilizacja złotego i zbudowanie zaufania do polskiej waluty nie oznacza, że kolejne lata nie obfitowały w kryzysy walutowe i nasilanie się procesów inflacyjnych. Zjawiska te okresowo zakłócały funkcjonowanie systemu monetarnego, lecz nie zagroziły wymienialności złotego.

Pytania kontrolne

1. Jak działa mechanizm wyrównawczy waluty złotej?
2. Jakie były zmiany w systemie walutowym po I wojnie światowej w porównaniu z goldstandardem?
3. Podaj przyczyny wzrostu roli USD w systemie.
4. Ile wynosiło tzw. pokrycie złotem po wprowadzeniu reformy Grabskiego?

[20] E. Taylor, *Druga inflacja polska. Przyczyny, przebieg i środki zaradcze*, 1926, s. 7.

ROZDZIAŁ 3

POWOJENNY PORZĄDEK WALUTOWY

3.1. Koncepcje i założenia systemu

Wzrost roli dolara jako waluty międzynarodowej w latach 30. zmienił układ sił w finansach międzynarodowych i gospodarce światowej. Stany Zjednoczone zdobyły dominującą pozycję, oczywistą konsekwencją tego procesu było awansowanie dolara do roli głównej waluty świata. Pozycja funta i gospodarki brytyjskiej wyraźnie osłabła, odbudowa jej na zasadach rynkowych była raczej niemożliwa. Pewną szansą było skonstruowanie takiego powojennego porządku walutowego, który administracyjnie zapewniłby silną pozycję Wielkiej Brytanii w systemie. Zdaniem J. M. Boughtona próbowano zbudować system bilateralny oparty na walutach dwóch państw: Wielkiej Brytanii i USA[1].

Dyskusje na temat kształtu powojennego systemu walutowego trwały praktycznie od początku II wojny światowej. We wszystkich znanych mi projektach trzy warunki konstytuowały założenia i przyszły kształt nowego systemu walutowego. Były to:

1. Stworzenie dogodnych warunków dla rozwoju handlu i płatności międzynarodowych,
2. Wyeliminowanie błędów i zagrożeń międzywojennego systemu walutowego, a przede wszystkim tzw. wojen dewaluacyjnych i dezintegracji systemu,
3. Świadomość, że nie da się odtworzyć systemu walutowego opartego wyłącznie na działaniu mechanizmów rynkowych – potrzebna była współpraca międzynarodowa i budowanie wspólnych regulacji.

Dyskusyjną sprawą był oczywiście zakres regulacji ponadnarodowych. W pracy przedstawione zostały trzy projekty organizacji powojennego systemu walutowego. Są to:

---

[1] J.M. Boughton, *Why White, Not Keynes? Invention the Post-war International Monetary System*, IMF Workingpaper nr 223, 2003, s.11.

- tak zwany plan Keynesa, oficjalny dokument rządu brytyjskiego przedstawiony na konferencji w Bretton Woods[2, 3],
- propozycje amerykańskie znane jako plan White'a[4],
- badania i opinie F. von Hayeka na temat międzynarodowego systemu walutowego[5, 6, 7].

Syntetyczne opracowanie trzech koncepcji przedstawia tabela 3.1. Porównywane będzie 6 podstawowych założeń projektów, które determinują charakter przyszłego systemu, są to:

- zasady organizacji systemu – podejmowania decyzji,
- rola złota,
- pieniądz międzynarodowy,
- podaż pieniądza międzynarodowego w skali globalnej,
- kursy walutowe,
- mechanizmy osiągania równowagi zewnętrznej.

Nawet pobieżne porównanie trzech koncepcji organizacji powojennego porządku walutowego wskazuje, że wiele elementów systemu było zbieżnych. Zaliczyć do nich możemy:

- rolę złota w systemie,
- potrzeby oparcia systemu na walucie kluczowej lub wspólnej jednostce walutowej,
- stałe kursy walutowe.

---

[2] Konferencja na temat kształtu powojennego systemu walutowego odbyła się w 1944 roku w Bretton Woods w USA. W konferencji uczestniczyły 44 państwa, w tym Polska. Polska ze względów politycznych przestała być członkiem MFW w 1949 roku.

[3] J.K. Horsefield, (edited by) *Proposal for an International Currency (or Clearing) Union*. The International Monetary Found 1945–1965 Volume III: Documents. Ed. By IMF Washington 1969, s. 2–37.

[4] L.J. Ussher L.J. *Global Imbalances and the Key Currency Regime: The Case for a Commodity Reserve Currency*, "Review of Political Economy", volume 21, No. 3, 403–421, July 2009 Rutledge. Taylor and Francis Group.

[5] F. Hayek nie przedstawił skończonego projektu systemu. Opinie i poglądy autora są zawarte w różnych pracach publikowanych przed i po II wojnie światowej.

[6] F.A. Hayek, *Denationalization of Money*, The Institute of Economic Affairs, London 1978, passim.

[7] F.A. Hayek, *Monetary Nationalism and international stability*, AUGUSTUS M. KELLEY PUBLISHER 1989 (first edition 1937), passim.

Tabela 3.1. Koncepcje organizacji powojennego systemu walutowego

	J.M. Keynes	D. White	F. von Hayek
Zasady organizacji systemu	System oparty na unii clearingowej, zrzeszającej kraje świata. Administrowany z dużym zakresem szczegółowych uregulowań. Instytucje o uprawnieniach ponadnarodowych.	System rynkowy wspomagany regulacjami na poziomie międzynarodowym. Instytucje o charakterze kooperacyjnym.	Nonsystem; tworzenie międzynarodowego systemu jest błędem. Konkurencja walutowa.
2. Rola złota	Oficjalnie znacząca: – miernik wartości, parytet bankora wyznaczany w złocie, pośrednie „standard of value" dla wszystkich walut; – składnik rezerw; – częściowo środek płatniczy.	Oficjalna podstawa systemu na równi z dolarem. Funkcje: – miernik wartości; – składnik rezerw.	Niekonsekwentne stanowisko wobec roli złota. Uważał, że złoto jest najlepszym z możliwych pieniędzy światowych, jest uniwersalne i powszechnie akceptowane. Był przeciwnikiem reaktywacji goldstandardu.
3. Pieniądz międzynarodowy	Bankor, pieniądz fiducjalny – niewymienialny na złoto, możliwość zakupu bankorów za złoto, denominator systemu kursów, waluta płatności, częściowo aktyw rezerwy.	Dolar pełnić miał funkcje: – aktywa rezerwowego, – miernika walutowego, – środka płatniczego. Dolar wymienialny na złoto.	Na poziomie krajowym „prywatyzacja pieniądza" (denationalization). Na poziomie międzynarodowym wiele walut konkurujących ze sobą.
4. Podaż pieniądza światowego	Unia clearingowa kontroluje i administruje podażą pieniądza światowego.	Nie ma regulacji podaży pieniądza światowego. Działa mechanizm rynkowy. Ograniczenia podaży dolarów wynikają z istnienia kotwicy złotej – wymienialności dolara na złoto.	Bliżej niesprecyzowany mechanizm rynkowy.
5. Kursy walutowe	Kursy sztywne do bankora. Zmiany kursów za zgodą Unii.	Kursy stałe z bardzo wąskimi marżami wahań. Możliwość adaptacji, dewaluacja i rewaluacja do 10% bez zgody Funduszu.	Kursy stałe.

Tabela 3.1. (cd.)

	J.M. Keynes	D. White	F. von Hayek
6. Mechanizm osiągania równowagi zewnętrznej	Automatyczne wyrównywanie deficytu do wysokości przyznanej kwoty w Unii Clearingowej. Szczegółowe regulacje dotyczące obowiązkowych dewaluacji (przy wystąpieniu deficytu) lub rewaluacji (nadwyżki). Obowiązkowe ograniczenie w przepływach kapitału lub konfiskata nadwyżek powyżej kwoty w Unii[1].	Rynkowy mechanizm osiągania równowagi zewnętrznej, wspomagany kredytowaniem deficytu przez MFW.	Mechanizm rynkowy.

Źródło: opracowanie własne.

Podstawową różnicą między projektami, która sytuuje je na przeciwnych biegunach jest metoda osiągania celu i zarządzania msw. Plan Keynesa proponował budowę administracyjnego systemu walutowego z instytucją o charakterze ponadnarodowym. W tym systemie kraje muszą przekazać część swych kompetencji z zakresu polityki walutowej na szczebel ponadnarodowy (Unia Clearingowa). Plan White'a reprezentował realistyczne stanowisko, które można określić zdaniem „tyle regulacji, ile jest to potrzebne, tyle rynku ile, jest to możliwe".

Oczywiście plan White'a był rzecznikiem interesów największej potęgi gospodarczej świata – USA, takie były polityczne i ekonomiczne realia. W tym czasie nie można było zbudować porządku walutowego bez dominującej pozycji USA.

Poglądy F. von Hayeka to opinie ekonomisty – wizjonera, coraz bardziej aktualne w świetle ewolucji współczesnego msw. Uważał on, że dla stabilności gospodarki światowej lepszym rozwiązaniem jest funkcjonowanie niezależnych systemów pieniężnych, konkurencja między nimi, niż budowa jednego międzynarodowego systemu walutowego.

Pozycja gospodarki amerykańskiej i USA jako globalnego mocarstwa sprawiły, że koncepcja White'a została zaakceptowana bez większych oporów przez uczestników konferencji w Bretton Woods. Powstał

[8] Była to propozycja wymierzona w USA, które były w tym czasie jednym z nielicznych państw o silnie dodatnim bilansie handlowym.

hierarchiczny system walutowy oparty na dolarze i złocie (dolarowo-złoty). Oto główne założenia powojennego porządku walutowego:

1. Podstawą systemu było złoto i dolar.
2. Dolar był wymienialny na złoto (wymienialny dla banków centralnych).
3. Wprowadzono zasadę stałości kursów walutowych, dopuszczalne marże wahań ±1% od kursu parytetowego.
4. Walutą kluczową systemu był dolar. Pełnił funkcje:

- miernika wartości kursów walutowych,
- składnika rezerw,
- środka płatności.

5. Złoto pełniło realnie jedynie funkcję składnika rezerw.
6. Utworzono Międzynarodowy Fundusz Walutowy – instytucję, która miała nadzorować funkcjonowanie międzynarodowego systemu walutowego.

Krótki opis działania powojennego systemu walutowego rozpocznę od charakterystyki MFW. Była i jest to instytucja bardzo ważna z punktu widzenia funkcjonowania systemu. Jej cele, usytuowanie, kompetencje i zasady podejmowania decyzji wyznaczały kierunki ewolucji finansów międzynarodowych. Cele działania MFW określił statut, do najważniejszych należą:

- wspieranie międzynarodowej współpracy walutowej,
- działania na rzecz handlu międzynarodowego i rozwoju gospodarczego państw członkowskich,
- wdrożenie systemu stałych kursów walutowych uniemożliwiających posługiwanie się dewaluacją jako instrumentem polityki konkurencji,
- znoszenie ograniczeń walutowych i doprowadzenie do zewnętrznej wymienialności walut,
- uruchomienie działalności kredytowej służącej okresowemu finansowaniu deficytów płatniczych.

Przedstawione wyżej cele działalności Funduszu były oczywiste i w większości pokrywały się z założeniami projektów organizacji powojennego systemu walutowego.

Problemem było natomiast skonstruowanie zasad działania MFW. Teoretycznie rozpatrywane były trzy możliwości:

- podporządkowanie Funduszu Stanom Zjednoczonym,
- nadanie MFW uprawnień instytucji ponadnarodowej,
- oparcie działalności Funduszu na zasadach współpracy i kooperacji państw członkowskich.

W wyniku dyskusji i negocjacji między krajami powstała eklektyczna instytucja międzynarodowa łącząca w sobie, w określonych obszarach, cechy instytucji ponadnarodowej, w innych poddana kontroli USA, a w przeważającej części działalności oparta na współpracy państw.

W projekcie White'a zawarta była sugestia, że USA powinny otrzymać 61% ogólnej kwoty, co dawałoby temu krajowi pełną kontrolę nad działalnością Funduszu. Ostatecznie akceptowano udział poniżej 30%[9].

Ilość głosów przypadająca poszczególnym państwom jest zbliżona do udziału w ogólnych zasobach Funduszu. Przyjęto zasadę, że za każde 100 tysięcy SDR kraje otrzymują jeden głos, dodatkowo 5,502% liczby wszystkich głosów dzielone jest między kraje członkowskie.

Biorąc pod uwagę fakt, że ważniejsze decyzje Funduszu podejmowane są większością 85% głosów, jedynie USA dysponowały i dysponują nadal tzw. ryglowym prawem głosu. Mogą indywidualnie blokować decyzje MFW[10].

Nadzór nad działalnością państw członkowskich w pierwszych latach Systemu z Bretton Woods dotyczył: zasad ustalania kursów walutowych, rozliczeń z Funduszem, wykorzystania uzyskanych kredytów.

Obecnie MFW pełni następujące funkcje[11]:

- regulacyjną, to jest tworzenie zasad, norm odnoszących się do działania msw,
- kredytową,
- konsultacyjną,
- kontrolną.

---

[9] H. James, *op. cit*., s. 49.

[10] W 2013 roku USA dysponowały 16,8% ogółu głosów. Od 1944 do 2009 roku przeprowadzono 13 tzw. przeglądów kwot państw członkowskich, które często skutkowały zmianą udziału procentowego poszczególnych państw (IMF, Factsheet February 2009).

[11] P. Bożyk, J. Misala, M. Puławski, *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne*, PWE, Warszawa, 1998, s. 266.

Po kryzysie finansowym pierwszej dekady XXI wieku wzmocniona została funkcja doradcza i nadzorcza Funduszu (tzw. Integrated Surveillance Decision z 2012 roku). Celem tych działań jest wzmocnienie monitoringu i nadzoru nad rynkami finansowymi (krajowymi, regionalnymi i globalnym), stworzenie między innymi mechanizmu wczesnego ostrzegania przed rodzącymi się zagrożeniami (Early Warning Excercise – 2009 r.). Badania i analizy Funduszu obok rynków finansowych objęły również budżety państw, powstał w 2010 r. Fiscal Monitor.

3.2. Ewolucja reżimów kursowych

W historii powojennego systemu walutowego możemy wyznaczyć kilka okresów, które opisują zmiany podejścia MFW do kursów walutowych[12].

1. Okres 1944–1971

W tym czasie władze Funduszu prowadziły politykę stałych kursów walutowych. Było to możliwe z dwóch powodów: relatywnie niskiego poziomu inflacji w krajach członkowskich MFW oraz ograniczonej liberalizacji przepływów kapitałowych między krajami.

Nie bez znaczenia dla możliwości utrzymywania stałych kursów w długim okresie była stosowanie przez państwa strategii równowagi zewnętrznej.

Postępująca liberalizacja przepływów kapitałowych, powstanie międzynarodowych rynków finansowych, nasilenia się zjawisk inflacyjnych, ożywiło spekulację walutową. Zjawisko pod- i nadwartościowości walut sprawiło, że coraz trudniej można było utrzymać wahania kursów w wąskich marżach ±1%. Przedstawionym zjawiskom towarzyszyło osłabienie pozycji dolara i kłopoty z utrzymaniem ceny złota na poziomie 35 USD za uncję. W konsekwencji system stałych kursów załamał się na początku lat 70. W 1971 r. prezydent R. Nixon zawiesił wymienialność dolarów na złoto, zdewaluował walutę amerykańską o 7,89%. Poszerzył również dopuszczalne marże wahań do ±2,5% od kursu parytetowego. Powstała wtedy zasada ograniczonej zmienności kursów, która zakładała:

- szybsze korekty kursów walutowych w przypadku występowania zjawisk pod- i nadwartościowych walut,
- możliwość zastosowania okresowo płynnych kursów walutowych.

[12] Klasyfikacja okresów pokrywa się częściowo z podziałem zaproponowanym przez M.W. Kleina i J.C. Shambaugh w pracy *Exchange Rate Regimes In the Modern Era*, 2010, s. 33.

2. Okres 1971–1990[13]

W tym czasie zaczęły upowszechniać się kursy płynne, które zdaniem wielu ekonomistów miały być panaceum na wszystkie dolegliwości systemu z Bretton Woods. Intelektualnym wsparciem dla kursów płynnych był rozwój teorii monetarnej M. Friedmana. W słynnym artykule[14] i późniejszych pracach przedstawiał argumenty na rzecz płynnych kursów. Były to:

a) W warunkach „lepkości cen[15]" (*sticky price*) kursy płynne umożliwiają osiąganie równowagi zewnętrznej i wewnętrznej z wykorzystaniem działania sił rynkowych.

b) Kursy płynne pozwalają na prowadzenie niezależnej polityki monetarnej i ochrony jej przed „infekowaniem" przez czynniki zewnętrzne (dziś mówimy „absorpcja zewnętrznych szoków monetarnych).

c) Niezależność procesów gospodarczych, w tym monetarnych, od decyzji władz gospodarczych jest zawsze dobrym rozwiązaniem.

Według raportów MFW – Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) w okresie tym dominowały dwa rodzaje reżimów kursowych, to jest:

- reżimy utrzymywane wewnątrz relatywnie wąskich marż,
- reżimy nie utrzymywane wewnątrz relatywnie wąskich marż[16].

Pod koniec lat 80. (1988) pierwszy rodzaj kursów stosowały 94 państwa, kursy płynne występowały w 44 krajach. Pojawiły się również kursy o ograniczonej zmienności – w 12 państwach[17].

Dolar pełnił funkcję miernika wartości/denominatora reżimów kursowych w ponad 50% państw członkowskich, a funkcję waluty interwencyjnej w ca 100% (1978)[18]. Na przełomie lat 70/80 w Europie kontynuowany był proces tworzenia unii walutowej. Funkcjonujący wówczas

[13] Periodyzacja ma w dużym stopniu charakter umowny, trudno tu o precyzyjne daty, opisywane są bowiem procesy, a nie akty prawne MFW.

[14] M. Friedman, *The Case for Floating Rates* [w:] *Financial Times, London*, 18.XII.1989

[15] Lepkość cen oznacza ograniczoną reakcję cen towarów na impulsy koniunkturalne w porównaniu ze zmianami cen aktywów finansowych.

[16] Tłumaczenie dosłowne „Exchange rate not maintained within relatively narrow margins".

[17] M. Klein, J. Shambaugh, *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*, The MIT Press Cambridge, USA, 2010, s. 95.

[18] J. Bilski, The emergence of international currency in Europe [w:] EMU An incomplete Project? (red. J. Bilski, E. Feder-Sempach), Difin, Warszawa 2015, s. 17

Europejski Mechanizm Kursowy i Europejska Jednostka Walutowa nadał systemowi walutowemu Unii Europejskiej pewien rodzaj autonomii.

3. Okres 1990–2014

W tym czasie dokonał się proces dywersyfikacji reżimów kursowych, co spowodowało, że dotychczasowy dychotomiczny podział na kursy stałe i płynne przestał być aktualny. Coraz częściej kraje stosowały tzw. reżimy pośrednie, łączące w sobie cechy kursów stałych i płynnych. Rzeczywistość w dziedzinie walutowej lepiej opisywał trójdzielny podział reżimów kursowych.

Klasyfikacje reżimów kursowych:

1) sztywne – pegged regimes, hard peg:

- currency board,
- kurs bez marż wahań (CFA).

2) stałe z ograniczoną elastycznością – regimes with limited flexibility, fixed peg:

- stały z marżami wahań,
- crawling peg,
- target zones.

3) płynny – floating:

- niezależny płynny,
- płynny kierowany,
- zbiorowy płynny.

MFW przyjął w 1999 roku nową klasyfikację istniejących oficjalnie mechanizmów kursowych. Władze Funduszu były świadome, że deklarowane przez banki centralne państw członkowskich rodzaje przyjętych reżimów mogą różnić się od faktycznie stosowanych rozwiązań. Klasyfikacja opierała się na przyjęciu czterech kryteriów dywersyfikujących:

- elastyczność kursu walutowego,
- sposób definiowania wartości waluty,
- stopień niezależności polityki monetarnej,
- jawność polityki walutowej.

Według tych kryteriów Fundusz wyodrębnił następujące rodzaje mechanizmów kursowych[19]:

1. Porozumienie wykluczające istnienie pieniądza krajowego – dotyczyło to państw tworzących unie walutowe i strefy walutowe.
2. Zarząd walutowy (currency board) – jest to mechanizm kursowy, który polega na wprowadzeniu wymienialności pieniądza krajowego w stosunku do określonej silnej waluty zagranicznej. Najczęściej był to dolar, marka niemiecka, euro.
3. Konwencjonalne kursy stałe (*fixed peg arrangements*) – są to kursy stałe z relatywnie wąskimi marżami wahań.
4. Kursy stałe z marżami wahań (*pegged exchange rate within horizontal bands*) – była to kategoria kursu o szerokich marżach wahań. Np. waluty należące do Europejskiego Mechanizmu Kursowego (±15%).
5. Pełzający parytet (*crawling peg*) – jest to reżim kursowy, w którym występują okresowe zmiany kursu walutowego (np. dewaluacje miesięczne w wysokości 1–2%). Zmiany te skorelowane są najczęściej z poziomem inflacji
6. Pełzający parytet wewnątrz marż wahań (*exchange rate within crawling bands*) – reżim kursowy zbliżony do normalnego *crawling peg* z marżami wahań.
7. Kursy płynne kierowane (*managed floating*). W tym mechanizmie kursowym władza monetarna wyznacza poufne marże wahań i stara się utrzymać kurs rynkowy w tych marżach poprzez interwencje walutowe.
8. Kurs płynny (*independent floating*). Reżim kursowy bez marż wahań i bez interwencji walutowych banku centralnego.

W 2009 roku MFW zmodyfikował nieco przedstawione wyżej klasyfikacje i wprowadził dodatkowo[20]:

1. System stabilizowanego kursu walutowego,
2. Mechanizm zbliżony do pełzającego parytetu (*crawl like arrangement*) w miejsce dotychczasowego pełzającego parytetu wewnątrz marż.

[19] *IMF Annual Report 1999*, Washington D.C. 1999, s. 163.

[20] K. Halermeier, K. Kokenyne, A. Veyrune, R. Anderson, *Revised system for the classification of exchange rate arrangement*, IMF Working Paper nr 211, 2009, s. 11–14.

Ad 1. Kurs stabilizowany występuje wtedy, gdy władze monetarne przez minimum 6 miesięcy utrzymują marże wahań ±2% od kursu centralnego.

Ad 2. *Crawl like arrangenment* opiera się na tych samych zasadach (przez 6 miesięcy w marżach ±2%).

Dodatkowo fundusz zmienił znaczenie terminu kurs płynny (*floating rate*). Dziś oznacza on kurs płynny kierowany z 1999 r. Wprowadzono termin *free floating*, co tłumaczone jest jako kurs płynny niezależny.

Tabela 3.2. Udział poszczególnych reżimów kursowych w latach 1998 i 2009 wg MFW

Reżimy kursowe	**1998**	**2009**
Sztywne kursy	**23**	**23**
Porozumienie walutowe wykluczające istnienie pieniądza krajowego	10	10
Zarząd walutowy	13	13
Stałe kursy	**81**	**78**
Konwencjonalny stały kurs walutowy	68	45
System stabilizowanego kursu walutowego	n.d.	22
Kursy pośrednie	**13**	**11**
Kurs stały z wyznaczonymi marżami wahań	3	3
Pełzający parytet	8	5
Kurs pełzający (crawl like arrangement)	2	3
Płynne kursy		
Kurs płynny kierowany	44	39
Niezależny kurs płynny	40	36
Pozostałe kursy walutowe	n.d.	12
Razem	**188**	**188**

Źródło: K. Halermeier, K. Kokenyne, A. Veyrune, R. Anderson, *Revised system for the classification of exchange rate arrangement* IMF Working Paper nr 211, 2009, s. 14.

Zwiększona różnorodność możliwych do zastosowania kursów walutowych sprawiła, że współcześnie to nie regulacje MFW decydują o używaniu określonych mechanizmów kursowych, lecz polityka walutowa

i pieniężna państw członkowskich. W praktyce następujące czynniki determinują wybór reżimów kursowych:

1. Strategia polityki monetarnej,
2. Tzw. trylemat niemożliwy (*the policy trilemma*),
3. Poziom rozwoju rynku finansowego i instytucji finansowych,
4. Porozumienie międzynarodowe.

Ad. 1. Według klasyfikacji MFW państwa stosują następujące strategie monetarne: bezpośredni cel inflacyjny, kontrola podaży pieniądza, kotwica kursowa.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) upowszechniła się w gospodarce światowej w latach 90. ubiegłego wieku. Najogólniej rzecz biorąc, oznacza ona, że polityka gospodarcza (w tym polityka pieniężna) podporządkowana jest celowi głównemu, jakim jest stabilizacja cen krajowych. Efektem stosowania tej strategii był tak zwany Great Moderation od połowy lat 80. do 2007 roku. W tym czasie odnotowano zmniejszenie makroekonomicznej zmienności, wzrost wydajności produkcji i wzrost PKB oraz znaczące ograniczenie inflacji.

Większość znanych mi modeli ekonomicznych zakłada, że stosowanie BCI wyklucza aktywną politykę walutową, a więc utrzymywanie kursów stałych[21]. Uzasadnieniem takiego wyboru jest stwierdzenie, że aktywna polityka kursowa, w tym interwencje na rynkach dewizowych, może zakłócić działanie instrumentów polityki pieniężnej. Tak na przykład zwiększenie podaży pieniądza krajowego dla ograniczenia aprecjacji kursu może być sprzeczne z działaniem banku centralnego na rzecz zacieśnienia polityki pieniężnej i ograniczenia płynności rynku krajowego. Tak więc strategia BCI zakłada stosowanie kursów płynnych.

Strategia kontroli podaży pieniądza nie nakłada na krajową politykę monetarną tak radykalnych ograniczeń. Kraje stosujące tę strategię mogą używać różnych reżimów kursowych w zależności od przyjęcia rożnych priorytetów w polityce walutowej. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że kontrola podaży pieniądza jest elementem doktryny monetarystycznej należy oczekiwać, że zgodnie z zaleceniami M. Friedmana stosowane będą kursy o relatywnie dużej elastyczności.

[21] Tzw. praktyka gospodarcza przeczy temu – w latach 90. w krajach tworzących unię walutową stosowano równocześnie strategię celu inflacyjnego oraz interwencjonizm na rynkach dewizowych dla utrzymania stabilnych kursów walutowych.

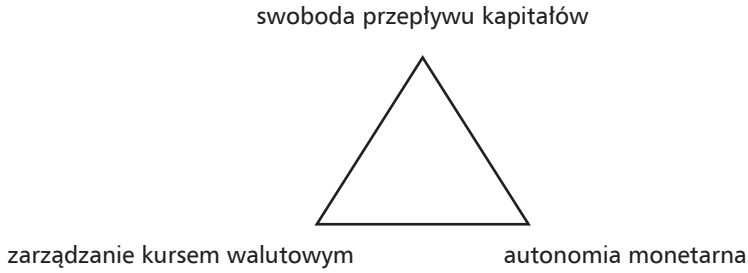
Kotwica kursowa (*monetary anchor*) oznacza podporządkowanie polityki pieniężnej utrzymaniu sztywnego kursu walutowego. Kraje dokonujące reform gospodarczych, wprowadzające zewnętrzną wymienialność waluty lub przeżywające kryzys finansowy często uciekają się do tej strategii monetarnej[22]. Tak było w Polsce w latach 1990–1991. 1 stycznia 1990 roku wprowadzono sztywny kurs PLN do USD. Celem było:

- zahamowanie „ucieczki od złotego",
- walka z inflacją,
- stopniowe wprowadzenie wymienialności PLN.

17 maja 1991 roku zmieniono denominator polskiego reżimu kursowego – dolara zastąpiono koszykiem pięciu walut (dolar USA – 45%, marka niemiecka – 35%, funt szterling – 10%, frank francuski – 5%, frank szwajcarski – 5%). Efektem negatywnym stosowania przez blisko dwa lata kotwicy kursowej było: narastanie zjawiska nad- i podwartościowości polskiej waluty oraz konieczność interwencji na rynkach dewizowych w celu utrzymywania kursu sztywnego.

Ad. 2. „Trójkąt niemożliwy" jest często opisywany w literaturze ekonomicznej dla zilustrowania ograniczeń jakie nakłada na polityki ekonomiczne gospodarka otwarta[23, 24].

Wykres 3.1. Trylemat niemożliwy



Źródło: opracowanie własne

[22] J. Bilski, M. Janicka, *Ewolucja polskiego reżimu kursowego, konsekwencje dla handlu zagranicznego* [w:] *Wpływ kursu walutowego na handel zagraniczny*, red. J. Bilski, PWE 2012.

[23] M. Klein, J. Shambaugh, *op. cit*., s. 15.

[24] J.A. Frankel, *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, "Essays in International Finance" nr 215, Princeton University 1999, s. 6.

Najogólniej mówiąc powyższy trójkąt mówi nam, że nie możemy równocześnie realizować trzech celów ekonomicznych przedstawionych na wierzchołkach trójkąta.

Przypadek I

Jeżeli decydujemy się na swobodę przepływów kapitałowych i autonomię polityki gospodarczej to musimy stosować kursy płynne – niemożliwe jest zarządzanie kursem.

Przypadek II

Jeżeli wybieramy aktywną politykę walutową i autonomię monetarną – musimy znacząco ograniczyć swobodę przepływu kapitału.

Interpretację przedstawionych zależności najłatwiej przeprowadzić na przykładzie polityki stopy procentowej. W przypadku I autonomiczna polityka stopy procentowej (przy swobodzie przepływu kapitałów) jest możliwa, jeżeli kurs walutowy jest płynny i pełni funkcję absorbera zewnętrznych szoków monetarnych. Wtedy to równowaga krajowego rynku finansowego osiągana jest przez zmiany kursu waluty krajowej. W przypadku II niezależna polityka stopy procentowej jest możliwa tylko wtedy, gdy ograniczenia w transferach kapitałowych izolują krajowy rynek finansowy od impulsów zewnętrznych.

Przedstawiony powyżej „trylemat niemożliwy" jest oczywiście modelowym, uproszczonym opisem rzeczywistości. W praktyce przedstawione wcześniej dywersyfikacje reżimów kursowych dają rządom państw możliwość prowadzenia polityki mix, która dawkuje intensywność realizacji celów ekonomicznych opisanych na wierzchołkach trójkąta.

Ad. 3. Poziom rozwoju krajowego rynku finansowego w sposób oczywisty determinuje wybór reżimu kursowego. Zależność ta jest łatwa do zidentyfikowania; kraje o niskim stopniu rozwoju rynku powinny stosować kursy stałe i pochodne. Rozwinięty sektor finansowy daje możliwość wyboru kursów płynnych.

Podstawowym argumentem uzasadniającym takie wybory jest efektywność mechanizmów rynkowych. Rynek słabo rozwinięty nie gwarantuje, że procesy rynkowe będą generowały sygnały odzwierciedlające rzeczywiste tendencje rynkowe. Mechanizmy rynku płytkiego i niedojrzałego mogą być łatwo zakłócone przez impulsy zewnętrzne lub świadome działanie podmiotów krajowych. W takiej sytuacji rola banku centralnego w moderowaniu procesów rynkowych jest duża.

Jak uczą liczne przykłady, na słabo rozwiniętych rynkach nawet małe transakcje walutowe mogą znacząco odchylać kurs bieżący od kursu

równowagi. Przepływy kapitałów zakłócają bardzo kruchą równowagę między popytem i podażą, konieczna jest tu zatem interwencja władz monetarnych i zarządzanie kursem. Rynki rozwinięte, z silną infrastrukturą instytucjonalną, z wykształconymi mechanizmami konkurencji, mogą stosować kursy płynne.

Ad. 4. Uczestnictwo w regionalnych porozumieniach walutowych określa rodzaj stosowanego reżimu kursowego. Tak na przykład przystąpienie Polski do ERM II[25] będzie się wiązało z rezygnacją z kursu płynnego na rzecz kursu stałego z marżami wahań. Podobnie jest z innymi strefami lub obszarami walutowymi funkcjonującymi w gospodarce światowej.

Pytania kontrolne

1. Różnice między Keynesem a Haykiem w sprawie podaży pieniądza światowego.
2. Jaki był sposób osiągania równowagi zewnętrznej według White'a?
3. Cele MFW.
4. Różnice między klasyfikacją kursów walutowych według MFW z 1999 i 2009 roku.
5. Jakie wnioski wynikają z „trylematu niemożliwego?"

[25] ERM II (Exchange Rate Mechanism) powstał w 1999 roku w miejsce funkcjonującego w Europejskim Systemie Walutowym ERM I. ERM II został specjalnie utworzony dla państw Unii Europejskiej, które nie przystąpiły do strefy euro.

ROZDZIAŁ 4

PIENIĄDZ MIĘDZYNARODOWY[1]

Jednym z najważniejszych problemów współczesnego międzynarodowego systemu finansowego jest pieniądz międzynarodowy. Od dziesiątków lat toczy się w literaturze ekonomicznej dyskusja na temat istoty i roli pieniądza światowego. Dyskusja na poziomie teoretycznym nie daje gotowych odpowiedzi na pytania czym powinien być pieniądz światowy.

W dalszym ciągu nierozwiązane są kluczowe problemy dotyczące msw. Do dziś pozostają aktualne najważniejsze pytania związane z pieniądzem światowym:

1. Czy gospodarka światowa potrzebuje jednolitego standardu monetarnego – pieniądza światowego? Czy możliwe jest funkcjonowanie systemu walutowego opartego na kilku walutach kluczowych?
2. Czy pieniądzem międzynarodowym powinny być najważniejsze waluty narodowe, czy międzynarodowe jednostki walutowe?
3. Jakie mechanizmy powinny określać zasady kreacji pieniądza międzynarodowego?
4. Czy możliwe jest funkcjonowanie międzynarodowego systemu finansowego opartego na 3–4 strefach walutowych z własnymi walutami regionalnymi?

Celem tej części pracy jest próba odpowiedzi na przedstawione wyżej pytania. Na wstępie należy wyjaśnić zakres pojęciowy używanych terminów takich jak „pieniądz światowy" (*world money*), „waluta międzynarodowa" (*international currency*), „waluta kluczowa" (*key currency*), „waluta rezerwowa" (*reserve currency*) czy „międzynarodowa jednostka walutowa" (*international currency unit*).

Termin „pieniądz światowy" został wprowadzony do literatury okresie międzywojennym i tą nazwą określane było złoto. Po drugiej wojnie światowej, w okresie bezwzględnej dominacji dolara w systemie z Bretton

[1] W rozdziale wykorzystano fragment artykułu: J. Bilski, *Pieniądz międzynarodowy w powojennej historii międzynarodowego systemu walutowego*, „Folia Oeconomica", 2015, Wydawnictwo UŁ.

Woods (do połowy lat 60.) waluta amerykańska pełniła funkcję pieniądza światowego. Od końca lat 60. termin ten bardzo rzadko jest używany w literaturze ekonomicznej.

Pojęcie waluty kluczowej powstało w toku dyskusji toczonych pod koniec wojny na temat pieniądza światowego. J. H. Williams uważał, że dolar lub inne waluty tylko zastępują złoto w funkcjach monetarnych[2]. Dlatego też nie powinno było używać wobec nich terminu waluta światowa. W literaturze pojęcie waluta kluczowa, waluta rezerwowa były używane wymiennie, wynikało to z faktu, że po II wojnie światowej zastępowanie złota przez waluty narodowe w funkcji rezerw było jednym z najważniejszych problemów finansów międzynarodowych. Od połowy lat 70. termin ten stopniowo znika z dyskusji na temat międzynarodowych stosunków walutowych. Upowszechniło się natomiast pojęcie waluta międzynarodowa. Czym różni się waluta międzynarodowa od pieniądza światowego, waluty kluczowej?

Po pierwsze równocześnie może funkcjonować kilka walut międzynarodowych; pieniądz światowy, waluta kluczowa jest tylko jedna. Waluta międzynarodowa może pełnić swe funkcje monetarne w określonych regionach świata (waluty regionalne) – pieniądz światowy ma charakter globalny. Na koniec, waluta międzynarodowa nie musi pełnić wszystkich funkcji monetarnych – pieniądz światowy tak. W pracy będę starał się zachować przedstawioną powyżej dystynkcję znaczenia terminów.

4.1. Złoto w systemie z Bretton Woods

W powojennym systemie walutowym monetarne funkcje złota zostały poważnie ograniczone. Na mocy statutu MFW złoto miało być podstawą systemu na równi z dolarem. Oznaczało to, że złoto powinno pełnić funkcje aktywu rezerwowego, środka płatności i miernika wartości. W praktyce jednak złoto było jedynie aktywem rezerwowym. Funkcje miernika wartości (denominatora reżimów kursowych) i środka rozliczeń miały charakter wyłącznie tytularny, bez znaczenia praktycznego. Kraje członkowskie MFW wyznaczały parytety swych walut w złocie i w dolarze, jednak w praktyce znaczenie miał tylko parytet dolarowy. Wynikało to z faktu, że nie funkcjonowały prywatne rynki złota, a swoboda transferu kruszcu między krajami była bardzo ograniczona. Złoto było używane do rozliczeń w określonych przypadkach między państwami a MFW.

[2] J.H. Williams, *Currency stabilization: the Keynes and White Plans*, "Foreign Affairs", 21(July) 1943, s. 645 i dalsze.

Historia złota w powojennym systemie walutowym była bardzo burzliwa, a główne kraje świata i MFW prowadziły bardzo niekonsekwentną politykę wobec złota. Ekonomiczne dzieje złota po 1944 można podzielić na kilka okresów:

1. 1944–1971 to czas zdecydowanej obrony przez MFW i główne kraje Zachodu pozycji złota w systemie.
2. 1971–1978 okres intensywnego, demonstracyjnego eliminowania złota z funkcji monetarnych.
3. 1980–2014 czas odbudowy roli złota w funkcji aktywu rezerwowego i rozwój prywatnych rynków złota. Powrót banków centralnych na prywatny rynek złota.

Od zakończenia II wojny światowej do 1968 roku cena złota utrzymywała się na stałym poziomie 35 USD za uncję. Była to konsekwencja silnej pozycji dolara i gospodarki amerykańskiej. W Forcie Knox, w połowie lat 40. przechowywane było 70% światowych zasobów złota monetarnego.

Lata 40. i 50 to okres tzw. „głodu dolarowego" w Europie. Dolar był bardziej cenionym składnikiem płynności międzynarodowej i rezerw niż złoto. Ten stan rzeczy sprawiał, że kraje MFW nie nadużywały prawa konwersji dolara na złoto (wyjątkiem była Francja).

Sytuacja zmieniła się w latach 60., kiedy reaktywowano prywatne rynki złota. Wtedy to okazało się, że oficjalna cena żółtego kruszcu jest zaniżona w stosunku do ceny transakcji prywatnych. Presja rynkowa zmusiła System Rezerwy Federalnej i banki centralne Europy zachodniej do interwencji na prywatnych rynkach złota.

W 1961r. działania te zostały zinstytucjonalizowane – utworzono tzw. „pool złota". Celem jego funkcjonowania było stabilizowanie ceny żółtego kruszcu na rynku londyńskim. Polegało to na sprzedaży złota, gdy cena rynkowa wykazywała tendencję zwyżkową i zakupu, gdy spadała (było tylko kilka takich przypadków).

Działania interwencyjne dały pozytywne efekty, cena złota była raczej stabilna. Trzeba tu jeszcze dodać, że główny ciężar wzięły na siebie USA, które finansowały 50% wszystkich operacji[3].

W 1968 r. presja na wzrost ceny złota była tak silna, że banki centralne postanowiły zaprzestać interwencji i rozwiązać „pool złota". Od tego czasu w gospodarce światowej zaczęły funkcjonować dwie ceny złota:

[3] B. Eichengreen, *Exorbitant Privilege*, Oxford University Press, New York 2010, s. 61.

oficjalna dla transakcji między bankami centralnymi (35 USD) i prywatna. Po zawieszeniu wymienialności dolara na złoto (1971) cena oficjalna straciła sens.

W omawianym okresie dokonała się bardzo ważna realokacja złota w gospodarce światowej. Migracja była jednokierunkowa z USA do Europy. W 1949 r. USA posiadały rezerwy złota o wartości 25 mld USD (cena 35 USD), Europa – 5 mld USD. W 1968 USA miały już tylko 11 mld USD, Europa – 33 mld USD. Straty w rezerwach złota Stanów Zjednoczonych to koszty sytemu dolarowo-złotego i wymienialności dolara na złoto.

W 1971r. USA zawiesiły wymienialność dolara na złoto. Zlikwidowano kotwicę, która nakładała na walutę amerykańską zobowiązania wynikające z systemu dolarowo-złotego. Stany Zjednoczone i MFW rozpoczęły intensywny proces demonetaryzacji złota. Rozpoczęto wyprzedaż złota z rezerw MFW. Fundusz na aukcjach i w ramach tzw. sprzedaży restytucyjnej pozbył się 1/3 swoich zasobów złota (ok. 50 mln uncji)[4]. Było to demonstrowanie zmiany podejścia do złota, kwestionowano nawet jego rolę jako aktywu rezerwowego. Złoto miało stać się normalnym towarem. W warstwie werbalnej kraje Zachodu wspierały proces rugowania złota z systemu. W rzeczywistości utrzymywano lub zwiększano swoje rezerwy złota.

Nowym zjawiskiem na międzynarodowych rynkach złota jest pojawienie się banków centralnych jako regulatorów cen złota. W pewnym sensie przypomina to „pool złota" z lat 60. W 1999 r. w Waszyngtonie 15 banków centralnych i EBC podpisało porozumienie o nazwie Central Bank Gold Agreement (CBGA)[5]. Porozumienie nie ma charakteru obligatoryjnego, członkowie CBGA przestrzegają jednak ustalonych reguł. Dotyczą one następujących spraw:

- złoto zostało uznane za ważny składnik rezerw światowych,
- wprowadzono limit sprzedaży złota przez poszczególne banki na poziomie 400 ton rocznie (łącznie sprzedaż 2000 ton),
- zobowiązano się do niezwiększania zaangażowania banków centralnych w transakcje terminowe na rynku złota[6].

---

[4] Sprzedaż restytucyjna jest to sprzedaż złota krajom członkowskim w wysokości ich wkładu w złocie do Funduszu po cenie oficjalnej tj. 25 SDR za uncję.

[5] W większości kraje obecnej strefy euro.

[6] Przede wszystkim chodzi o transakcje forward zawierane miedzy bankami centralnymi a podmiotami rynkowymi. Motywem tych transakcji jest finansowanie kosztów przechowywania złota przez banki centralne.

Do tej pory zawarto trzy pięcioletnie porozumienia w których wprowadzono następujące limity sprzedaży:

- 1999 – 400 ton rocznie,
- 2004 – 500 ton rocznie,
- 2009 – 400 ton rocznie.

Zainteresowanie krajów strefy euro i EBC utrzymywaniem stabilnie wysokiej ceny złota wynika z faktu, że podczas gdy średnio biorąc wszystkie kraje świata przechowują rezerwy w złocie na poziomie ok. 10% ogólnego stanu rezerw, to w krajach strefy euro i EBC złoto stanowi 56% ogólnych rezerw. Znaczenie ceny złota jest zatem oczywiste. Wielkość rezerw złota i ich rozmieszczenie w świecie ilustruje tabela 4.1.

Tabela 4.1. Poziom oficjalnych aktywów rezerwowych (mld SDR)

		2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**marzec 2013**
		1	2	3	4	5	6	7
Wszystkie kraje								
1	Wszystkie rezerwy bez złota	4275.1	4813.4	5447.4	6264.4	6938.8	7419.8	7687.9
	Złoto							
2	Ilość w milionach uncji	855.5	856.5	879.2	884.9	897.2	911.5	915.1
3	Wartość wg ceny rynku londyńskiego	451.4	483.6	609.9	807.6	894.7	986.8	976.3
4	Łącznie rezerwy ze złotem	4726.4	5297.1	6057.2	7072.0	7833.5	8406.6	8664.3
Rozwinięte gospodarki								
1	Wszystkie rezerwy bez złota	1562.9	1650.0	1929.8	2172.2	2414.5	2605.2	2651.5
	Złoto							

		1	2	3	4	5	6	7
2	Ilość w milionach uncji	716.5	707.8	704.3	704.1	705.2	706.0	706.6
3	Wartość wg ceny rynku londyńskiego	378.0	399.7	488.6	642.6	703.2764.4	764.4	753.9
4	Łącznie rezerwy ze złotem	1941.0	2049.7	2418.3	2814.8	3117.8	3369.6	3405.4
Rynki wschodzące i gospodarki rozwijające się								
1	Wszystkie rezerwy bez złota	2712.2	3163.4	3517.6	4092.1	4524.3	4814.6	5036.5
2	Ilość w milionach uncji	139.0	148.7	174.9	180.9	192.0	205.5	208.4
3	Wartość wg ceny rynku londyńskiego	73.3	83.9	121.3	165.1	191.5	222.4	222.4
4	Łącznie rezerwy ze złotem	2785.5	3247.4	3638.9	4257.2	4715.8	5037.0	5258.8

Źródło: http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2013/eng/pdf/a1.pdf, dostęp 16.12.2015

Dane przedstawione w tabeli 4.1 wskazują na wyraźną koncentrację rezerw złota w gospodarkach uprzemysłowionych. W 2013 było to 77% ogółu rezerw złota monetarnego.

4.2. Koncepcja waluty kluczowej

W połowie lat 40. XX wieku wiadomo było, że Stany Zjednoczone będą dominowały w gospodarce światowej przez najbliższe dziesięciolecia. Dolar nie miał alternatywy na światowym rynku finansowym. Musiał powstać hierarchiczny międzynarodowy system walutowy oparty na dolarze. Należy zatem przyjąć, że koncepcja *key currency*, która pojawiła się w tym czasie w literaturze ekonomicznej to jest właściwie opis realnej sytuacji w finansach międzynarodowych lat 40.

John W. Williams zaproponował w 1943[7], aby powojenny system walutowy oprzeć na walucie kluczowej – dolarze, który zastąpiłby złoto i funta szterlinga. *Key currency* jest dobrym rozwiązaniem z punktu widzenia rozliczeń i inwestycji międzynarodowych. Powszechna akceptacja *key currency* sprawia, że finanse międzynarodowe mają jednolity standard monetarny dla wszelkiego rodzaju transakcji międzynarodowych.

Współczesna literatura ekonomiczna formułuje kilka warunków jakie musi spełnić gospodarka emitująca walutę międzynarodową (kluczową).

Oto one:

1. Jest to waluta kraju dominującego w gospodarce światowej,
2. Rynek finansowy kraju jest znaczących rozmiarów, o dużej płynności i wysokim stopniu liberalizacji,
3. Waluta charakteryzuje się stabilną wartością w czasie i jest powszechnie akceptowana,
4. Gospodarka jest w stanie zaspokoić popyt na płynność międzynarodową i rezerwy walutowe.

Gdyby powyższe warunki odnieść do realiów drugiej połowy lat 40., to nie ma wątpliwości, że tylko gospodarka amerykańska spełniała te warunki.

Kiedy wykształcał się po II wojnie światowej system oparty na walucie kluczowej, ekonomiści i politycy zaczęli zadawać pytania:

- czy *key currency* może być tylko jedna ?
- czy możliwe jest funkcjonowanie finansów międzynarodowych z dwoma, trzema walutami kluczowymi?

Pytania formułowane w latach 40.,50., stają się coraz bardziej aktualne dziś, na początku XXI wieku. Wielu ekonomistów uważa, że system wielodewizowy, który wykształcił się w latach 70. oznacza, że w praktyce mamy do czynienia z kilkoma walutami kluczowymi. Tak na przykład K. Zabielski uważał, że istotą systemu jest pełnienie przez wiele walut funkcji pieniądza międzynarodowego[8,9].

---

[7] L.J. Ussher, *Global Imbalances and the Key Currency Regime: The Case for a Commodity Reserve Currency*, "Review of Political Economy", volume 21, No. 3. 403–421, July 2009 Rutledge. Taylor and Francis Group, s. 408.

[8] Mam świadomość, że K. Zabielski pisze o walutach międzynarodowych, nie kluczowych, nie zmienia to jednak faktu, że w założeniach systemu wielodewizowego opierał się na kilku – kilkunastu walutach dominujących.

[9] K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, PWN, Warszawa, 1999, s. 51.

Zdecydowanie odmiennego zdanie ma B. Eichengreen i cytowany przez niego A. Persaud[10]. B. Eichengreen zbadał relacje między funtem i dolarem w ujęciu historycznym, ocenił perspektywy współistnienia dolara i euro i doszedł do wniosku, że waluta kluczowa może być tylko jedna. Zwraca jednak uwagę na fakt, że niektóre funkcje monetarne mogą być pełnione w znaczącym zakresie przez inne waluty. Tak np. zdaniem B. Eichengreena funkcję aktywu rezerwowego czy waluty fakturowania handlu mogą pełnić pieniądze innych państw.

Podzielam tu pogląd B. Eichengreena, przeprowadzone badania dotyczące pełnienia przez dolara i euro funkcji monetarnych w ostatnich dziesięcioleciach potwierdzają te wnioski[11]. Euro stało się znaczącym konkurentem dla dolara w funkcji aktywu rezerwowego w sferze oficjalnej (w 2009 roku ca 28 %), fakturowania handlu a nawet miernika wartości. Widoczna jest jednak bezwzględna dominacja dolara w funkcji składnika płynności międzynarodowej, waluty lokacyjnej czy waluty przejścia. Pokazuje to, że finanse międzynarodowe potrzebują jednolitego standardu monetarnego.

System waluty kluczowej opartej na dolarze działał sprawnie do drugiej połowy lat 60., kiedy pojawiły się pierwsze symptomy nadciągającego kryzysu. Grupa ekonomistów podjęła próbę przygotowania nowych rozwiązań dla międzynarodowego systemu walutowego.

4.3. Waluta rezerwowa oparta na towarach

Koncepcja CRC powstała na początku lat 60. Rozwinięta wersja projektu przedstawiona została na I Konferencji UNCTAD w 1964 r. przez A. G. Harta, N. Kaldera i J. Tinenbergena[12]. Koncepcja pieniądza międzynarodowego oparta na towarach była reakcją autorów na, ich zdaniem, wadliwe działanie systemu *key currency*, opartego na dolarze. Projekt CRC miał zapewnić:

- kontrolę nad podażą pieniądza międzynarodowego (dylemat Triffina)[13],
- stworzenie waluty międzynarodowej o stabilnej wartości i niezależnej od USA,
- osiąganie równowagi globalnej w szczególności miedzy krajami centrum i peryferii (uprzemysłowione – rolnicze).

[10] B. Eichengreen, *op. cit*., s. 129.

[11] J. Bilski, *The emergence of international currency in Europe* [w:] *EMU An incomplete Project*? (red. J. Bilski, E. Feder-Sempach), Difin, Warszawa 2015, passim.

[12] E. Drabowski, *op. cit*., s. 252.

[13] L.J. Ussher, *op. cit*., s. 405.

Podstawowym założeniem projektu jest konstrukcja koszyka, który definiowałby wartość CRC, koszyk powinien składać się z ca. 30 towarów, które charakteryzują się wysokim stopniem standaryzacji i trwałością. Wahanie cen poszczególnych towarów w niewielkim stopniu będą przekładały się na wahania CRC ponieważ ulegają one uśrednieniu.

Administratorem wspólnego pieniądza miał być MFW. Instytucja ta również zarządzałaby zgromadzonymi rezerwami towarów. „Pokrycie towarowe" CRC tworzyłyby towary i złoto w następujących proporcjach. Np. 30-miliardowa (USD) emisja CRC byłaby w 20 mld pokryta towarami, w 5 mld w złocie i w 5 mld bez pokrycia[14].

Ważną kwestią był zakres cyrkulacji CRC i zasady jej podaży. N. Kaldor i pozostali autorzy projektu zakładali, że pieniądz towarowy będzie wykorzystywany tylko w obiegu międzynarodowym. CRC będzie miała parytet wyznaczony w złocie i zadaniem MFW będzie działanie na rzecz stabilizacji wartości waluty.

Jako waluta międzynarodowa CRC miała pełnić funkcje denominatora mechanizmów kursowych, składnika rezerw i środka płatniczego (raczej w sferze oficjalnej).

Kreacja CRC może mieć miejsce w następujących przypadkach:

- na poziomie MFW może to być autonomiczna decyzja Funduszu. W przypadku stwierdzenia niedoboru płynności w skali światowej wiązało się to z koniecznością zwiększenia przez MFW rezerw złota lub towarów,
- na poziomie krajowym, poszczególne państwa mogły nabywać CRC od Funduszu w zamian za złoto lub rezerwy towarowe.

Ważnym elementem projektu było założenie, że MFW będzie interweniował na rynkach surowcowych w celu stabilizowania cen. To stworzy dogodne warunki dla rozwoju krajów rolniczych, dla których wahania cen surowców i płodów rolnych są istotnym zagrożeniem.

Dziś, gdy z perspektywy 50 lat patrzymy na plan Kaldora, to widać wyraźnie przeciwieństwa między założeniem CRC a ewolucją finansów międzynarodowych. Kaldor w swym projekcie zakładał, ze procesy dokonujące się w gospodarce realnej będą miały podstawowy wpływ na międzynarodowe stosunki walutowe. We współczesnej gospodarce światowej *a contrario* ceny aktywów finansowych, przepływy kapitałów decydują o poziomach kursów walutowych, pozycji waluty międzynarodowej.

[14] E. Drabowski, *op. cit*., s. 213.

Czy oznacza to, że projekt CRC skazany jest na zapomnienie i nie ma szans na praktyczną realizację? Nie sądzę, koncepcja Kaldora może być jedynym ratunkiem w przypadku głębokiego kryzysu systemu opartego na dolarze. Jeżeli gospodarka światowa nie wykształci innych walut międzynarodowych, które będą mogły przejąć funkcje dolara (euro jeszcze nie dojrzało do tej roli), to pozostaje tylko pieniądz oparty na towarach.

Jest rzeczą ciekawą że we współczesnej ekonomii pojawiają się projekty, które zakładają wykorzystanie pieniądza towarowego. Można tu podać jako przykład sposób definiowania wspólnego pieniądza „Europy" w projekcje integracji monetarnej opartej na walucie paralelnej[15].

4.4. Międzynarodowa jednostka walutowa – SDR

Utworzenie międzynarodowej jednostki walutowej i oparcie na niej działania systemu walutowego było dyskutowane już w trakcie przygotowywania założeń powojennego porządku walutowego (Plan Keynesa).

Dominacja dolara jako waluty kluczowej uniemożliwiała wprowadzenie do systemu takiej jednostki. Można nawet sformułować ocenę, że msw w latach 40., 50., a nawet 60. nie potrzebował międzynarodowej jednostki walutowej. Dolar dobrze pełnił funkcję pieniądza światowego. Sytuacja zmieniła się w drugiej połowie lat 60. Słabnąca pozycja dolara i wahania ceny złota sprawiły, że problem utworzenia nowej międzynarodowej jednostki walutowej wrócił do dyskusji na temat reform msw.

W warstwie teoretycznej rozważane były dwie koncepcje:

- nowa jednostka powinna substytuować monetarne funkcje dolara i znacząco ograniczyć jego rolę w systemie,
- nowy pieniądz MFW miał wesprzeć dolara w pełnieniu funkcji pieniądza światowego ze szczególnym uwzględnieniem roli składnika rezerw i płynności międzynarodowej.

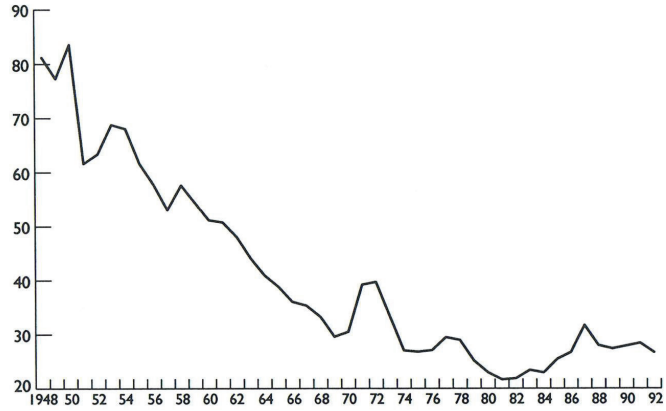
W pierwszym i drugim przypadku podstawową przesłanką tworzenia nowego pieniądza było zarządzanie kreacją pieniądza światowego. Ekonomiści wychodzili z założenia, że jest sytuacją niedobrą, kiedy podaż płynności światowej zależy od sytuacji płatniczej jednego kraju – USA.

[15] *The All Saint's Day Manifesto for European Monetary Union*, "The Economist", 1975, November 1–7.

Problemem tym już od czasów II wojny światowej zajmował się ekonomista amerykański R. Triffin. Jego wieloletnie badania[16] w bardzo istotny sposób przyczyniły się do reformy międzynarodowego systemu walutowego. Wnioski przedstawione w pracy znane są w literaturze jako „dylemat Triffina".

Analizowane były dwa przypadki: w pierwszym Triffin przyjął założenie, że Stany Zjednoczone zaczną wykazywać nadwyżkę bilansu obrotów handlowych i kapitałowych. Sytuacja taka ograniczy podaż pieniądza światowego. Konsekwencją tego będzie niedobór płynności światowej i stagnacja gospodarcza. Należy pamiętać, że w latach 60. nie było alternatywnego wobec USA źródła zaopatrywania gospodarki światowej w płynność. Produkcja złota była zbyt mała, waluty europejskie nie pełniły, nawet w ograniczonym zakresie, funkcji pieniądza międzynarodowego.

Wykres 4.1. Rezerwy międzynarodowe jako procent handlu światowego



Źródło: H. James, *International Monetary*...,s. 153

W przypadku drugim Triffin zakładał, że USA zwiększą podaż dolarów (przez deficyt zewnętrzny) na rynkach światowych. Kraje europejskie będą zmuszone do akumulacji rezerw walutowych i powstanie niebezpieczeństwo, że rozpoczną wymianę dolarów na złoto[17]. Taka sytuacja może załamać amerykański system płatniczy i doprowadzić do zawieszenia

[16] R. Triffin, *Our International Monetary System: Yesterday, Today, and Tomorrow*, Random House, New York, 1968.

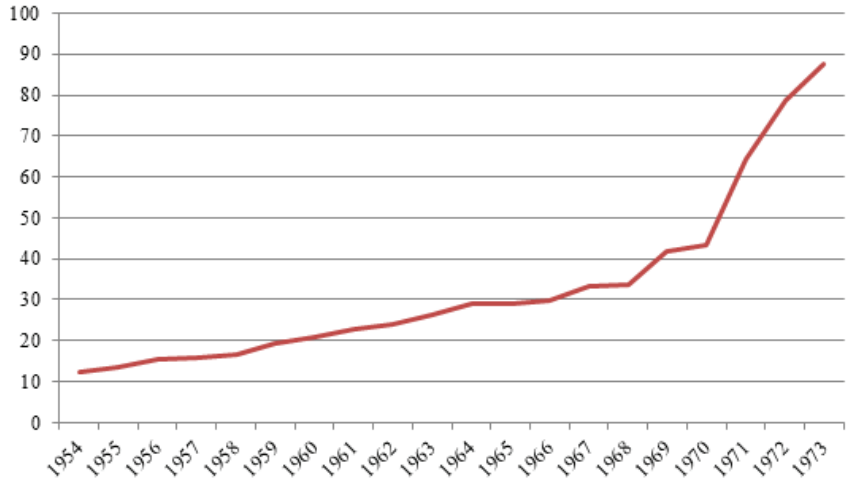
[17] B. Eichengreen *Exorbitant Privilege*, Oxford University Press, 2010, New York, s. 50.

wymienialności dolarów na złoto, co zdaniem Triffina stabilizowało światowy system walutowy. Najlepszym rozwiązaniem byłoby zatem stworzenie nowej międzynarodowej jednostki walutowej, która stałaby się ważnym składnikiem rezerw i płynności międzynarodowej. W ten sposób władze MFW uzyskałyby możliwość wpływania na wielkość kreacji pieniądza światowego. Sytuacja gospodarcza świata w ostatnich latach 60. wskazywała, że istnieje realne niebezpieczeństwo wystąpienia przypadku pierwszego. Świadczy o tym wykres 4.1.

Rysunek pokazuje wyraźnie, że podaż pieniądza światowego nie nadążała za wzrostem obrotów handlowych. W takiej sytuacji podjęto decyzję o utworzeniu, od 01 stycznia 1970 r., pieniądza MFW – Specjalnych Praw Ciągnienia (*Special Drawing Rights* – SDR).

Pierwsza emisja SDR w latach 1970–1972 oznaczała zwiększenie rezerw światowych o 9,5 mld SDR. Już na początku lat 70. okazało się, że prognozy odnoszące się do poprawy amerykańskiego bilansu płatniczego nie spełniły się. USA zaczęły zwiększać swoje zadłużenia wobec zagranicy. Ilustruje to wykres 4.2.

Wykres 4.2. Płynne zobowiązania USA wobec zagranicy



Źródło: opracowanie własne na podstawie T. McCallum Bennett, *International Monetary Economics*, Oxford University Press, New York, 1996, s. 85.

W tej sytuacji zaczął realizować się przypadek drugi. Prezydent Nixon antycypując możliwe niebezpieczeństwo, zawiesił wymienialność dolarów na złoto (1971).

W trakcie dyskusji na forum MFW przyjęto następujące zasady emisji SDR:

1. Zasadę powszechności, która oznaczała, że beneficjentem systemu są wszystkie kraje członkowskie Funduszu,
2. Zasadę alokacji, w której wielkość przyznanych SDR poszczególnym państwom jest skorelowana z wielkością kwot,
3. Mechanizm kreacji, polegający na podejmowaniu decyzji o emisji SDR w przypadku niedoboru płynności w skali globalnej, decyzja podejmowana jest większością 85% głosów.

Przestrzeganie powyższych zasad determinuje charakter SDR jako jednostki monetarnej. Oto najważniejsze cechy pieniądza MFW:

1. Wartość SDR w 1970 r. została wyznaczona w złocie – 1SDR=0,888 uncji trojańskiej złota. Zawieszono wymienialność dolara na złoto i zlikwidowanie oficjalnej ceny złota zmusiło władze Funduszu do rezygnacji z parytetu złota. Od 1974 roku wartość SDR wyznaczano przy użyciu tzw. koszyka walutowego, który tworzyło 16 walut państw o udziale w handlu światowym powyżej 1%. Ewolucję koszyka przedstawia tabela 4.3.

W listopadzie 2015 roku władze Funduszu podjęły decyzję, że od 1 października 2016 roku koszyk SDR zostanie powiększony o udział chińskiego renminbi (RMB) jako piątej waluty. Nowy koszyk będą tworzyły: USD – 41,73%, EUR – 30,93%, RMB – 10,92%, JPY – 8,33%, GBP – 8,09%[18].

Zmiany w koszyku SDR to konsekwencja przyjęcia zasady, że skład koszyka jest badany co pięć lat. Ewentualne korekty udziałów odzwierciedlają rangę poszczególnych walut w handlu światowym i systemie finansowym.

Rynkowe, dzienne notowania SDR w stosunku do dolara są kalkulowane na podstawie dziennych kwotowań walut składnikowych koszyka w stosunku do USD na rynku londyńskim.

Oprocentowanie SDR jest wyliczane tygodniowo, a zasada zbliżona jest do kalkulacji kursów rynkowych. To znaczy, że jest to średnio ważone oprocentowanie krótkoterminowych instrumentów dłużnych walut wchodzących w skład koszyka.

Zgodnie z przedstawioną wcześniej zasadą, alokacja SDR ma miejsce, gdy gospodarka światowa odczuwa niedobory płynności. W dotychczasowej, blisko 50-letniej historii SDR w gospodarce światowej wystąpiły

[18] IMF, Factsheet, SDR, November 30. 2015,

trzy takie epizody. W latach 1969–1970, 1979–1981 oraz 2009–2010. Pierwszy epizod został już opisany. Kryzys płynności na przełomie lat 70. i 80. związany był z polityką monetarną USA. W tym czasie stopy procentowe w USA wzrosły do kilkunastu procent, co zakłóciło podaż dolarów na rynkach światowych. Ostatni kryzys finansowy z lat 2007–2009 objawił się, między innymi, niedostatkiem płynności światowej.

Do tej pory MFW dokonał alokacji na łączną kwotę 204,1 mld SDR. Odbyło się to w następujących transzach:

1. 1970–1972 – 9,3 mld,
2. 1979–1981 – 12,1 mld,
3. 2009 – 161,2 mld.

Dodatkowo w 2009 roku MFW alokował transze specjalną w wysokości 21,5 mld. Łączne emisje SDR określiły ich udział w światowych rezerwach dewizowych (bez złota) na poziomie ca 4%.

Przesłanki kreacji SDR, to jest zwiększenie płynności światowej, określają zakres wykorzystania tej jednostki. SDR są w gruncie rzeczy pieniądzem banków centralnych państw członkowskich w rozliczeniach z MFW. Wielu ekonomistów ocenia, że jedyną szansą wzrostu roli SDR w systemie finansowym jest wprowadzenie tej jednostki na prywatne rynki kapitałowe.

Dziś SDR pełnią różne funkcje, w zależności od sfery zastosowania. I tak „prywatny SDR" jest jednostką rozrachunkową, „oficjalny SDR" jest aktywem rezerwowym[19].

W sferze prywatnej SDR są na przykład wykorzystywane jako jednostka rozrachunkowa w:

- opłatach tranzytowych w Kanale Sueskim,
- jako niektóre opłaty pobierane przez linie lotnicze,
- w rozliczeniach nielicznych organizacji międzynarodowych.

Przedstawione przykłady pokazują jak marginalne jest zainteresowanie sektora prywatnego SDR. Sytuacja może ulec zmianie tylko w przypadku szerszego wykorzystania SDR jako waluty denominacji obligacji.

[19] G. Hoquet, S. Tadesse, *The role of SDR-denominated securities in official and private portfolios*, "BIS Papers" nr 58, 2009, s. 165.

Tabela 4.3. Udział walut w koszyku SDR

1974–1977		1978–1980		1981–1985		1986–1990		1991–1995		1996–2000		2001–2005		2006–2010		2011–2015	
Waluta	%	Waluta	%	Waluta	%	Waluta	%	Waluta	%	Waluta	%	Waluta	%	Waluta	%	Waluta	%
Dolar	33	Dolar	33,9	USD	42	USD	42	USD	40	USD	39	USD	45	USD	44	USD	41,9
Marka RFN	12,5	Marka RFN	12,5	DEM	19	DEM	19	DEM	21	DEM	21	EUR	29	EUR	34	EUR	37,4
Funt szterling	9	Funt szterling	7,5	JPY	13	JPY	15	JPY	17	JPY	18	JPY	15	JPY	11	GBP	11,3
Frank francuski	7,5	Frank francuski	7,5	GBP	13	GBP	12	GBP	11	GBP	11	GBP	11	GBP	11	JPY	9,4
Jen japoński	7,5	Jen japoński	7,5	FRF	13	FRF	12	FRF	11	FRF	11						
Dolar kanadyjski	6	Dolar kanadyjski	5														
Lir włoski	6	Lir włoski	5														
Gulden holenderski	4,5	Gulden holenderski	5														
Frank belgijski	3,5	Frank belgijski	4														
Korona szwedzka	2,5	Rial saudyjski	3														

Dolar australijski	1,5	Korona szwedzka	2														
Korona duńska	1,5	Rial irański	2														
Korona norweska	1,5	Dolar australijski	1,5														
Peseta hiszpańska	1,5	Korona norweska	1,5														
Szyling austriacki	1	Peseta hiszpańska	1,5														
Rand płd-afrykański	1	Szyling austriacki	1,5														

Źródło: P. Wodziński, *MFW Funkcjonowanie i perspektywy rozwoju*, praca niepublikowana, UŁ 2013, s. 47

Obecnie Chiny w największym zakresie używają SDR do denominowania obligacji. W ślady Chin podążają Rosja i Brazylia. W literaturze często przywoływany jest przykład ECU (European Currency Unit) z lat 80. Wówczas wspólna jednostka walutowa Unii Europejskiej zrobiła prawdziwą karierę na europejskim rynku finansowym stając się piątą walutą denominacji euro obligacji[20]. Należy jednak pamiętać, że ECU była wspierana bardzo intensywnie przez instytucje Wspólnoty i kraje członkowskie. Dziś SDR takiego wsparcia nie ma. USA, ze zrozumiałych względów, nie angażują się w promocję wspólnej jednostki walutowej, kraje Unii Europejskiej zainteresowane są rozwojem euro jako waluty międzynarodowej.

W dziedzinie pieniądza międzynarodowego nie należy oczekiwać większych zmian w najbliższych latach. Stabilna pozycja dolara jako głównej waluty świata nie jest zagrożona przez euro. Świadczą o tym dane przedstawione w tabeli 4.4.

Tabela 4.4. Wybrane wskaźniki wykorzystania głównych walut świata w funkcjach monetarnych (udział % w stosunku do wartości światowych)

	USD	EUR	GBP	JPY	RMB	RAZEM (USD bln)
Udział w obrotach rynku walutowego[1](kwiecień 2013)	87,0	33,4	11,8	23,0	2,2	5,3
Rezerwy walutowe (IV kwartał 2014)	62,9	22,2	3,8	4,0	1	11,6
Waluta denominacji międzynarodowej instrumentów dłużnych (IV kwartał 2014)	57,3	22,7	5,2	2,9	1,9	9,8
Depozyty sektora bankowego instytucji niefinansowych (nie banków) (IV kwartał 2014)	40,4	40,9	9,6	2,0	0,6	21,9
Waluta fakturowania handlu 2010–2012	50,3	37,3	—	—	1,4	—

[1] Obroty na rynkach dewizowych sumują się do 200%.
Źródło: *85th Annual Report BIS*, March 2015, s. 85.

Przedstawione dane potwierdzają, że walutą kluczową o zasięgu ogólnoświatowym jest dolar. Euro i jen są raczej pieniądzem regionalnym. W dłuższej perspektywie można oczekiwać postępującej regionalizacji finansów światowych, msf będą tworzyły 3–4 strefy lub obszary walutowe oparte na walucie regionalnej.

[20] J. Bilski, Europejski System Walutowy – cele, mechanizmy, konsekwencje dla suwerenności walutowej EWG, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1989, s. 103

Pytania kontrolne

1. Jakie cele ma CBGA?
2. Jakie są korzyści z utworzenia jednostki walutowej opartej na towarach?
3. Na czym polega dylemat Triffina?
4. Jakie są zasady emisji SDR?

Literatura

Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy. Kierunki ewolucji*, PWE, Warszawa 2006.

Bilski J., *Pieniądz międzynarodowy w powojennej historii międzynarodowego systemu walutowego*, Folia Oeconomica 2015, Wydawnictwo UŁ.

J. Bilski, M. Janicka, *Ewolucja polskiego reżimu kursowego, konsekwencje dla handlu zagranicznego* [w:] *Wpływ kursu walutowego na handel zagraniczny*, red. J. Bilski, PWE 2012.

Bilski J., The emergence of international currency in Europe [w:] EMU An incomplete Project? (red. J. Bilski, E. Feder-Sempach), Difin, Warszawa 2015, s. 17.

Bilski J., Europejski System Walutowy – cele, mechanizmy, konsekwencje dla suwerenności walutowej EWG, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1989.

Bordo M.D., Humpage O., Schwartz A.J., *The Historical Origins of U.S. Exchange Market Intervention Policy* NBER Working Paper 12662, 2006.

Borio C., James H., Song Shin H., *The international monetary and financial system: a capital account historical perspective*, BIS Working Papers, 2014.

Boughton J.M., *Why White, Not Keynes? Invention the Post-war International Monetary System*, IMF Workingpaper nr 223, 2003.

Bożyk P., Misala J., Puławski M., *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne*, PWE, Warszawa, 1998.

Drabowski E., *Pieniądz międzynarodowy*, PWE, Warszawa 1988.

Eichengreen B., *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, First MIT Press, Cambridge Massachusetts, London England, 2010.

Eichengreen B. (2010) *Exorbitant Privilege*, Oxford University Press, New York.

Frankel J.A., *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, "Essays in International Finance" nr 215, Princeton University 1999, s.6.

Friedman M., *The Case for Floating Rates* [w:] *Financial Times, London, 18.XII.1989.*

Halermeier K., Kokenyne K., Veyrune A., Anderson R., *Revised system for the classification of exchange rate arrangement* IMF Working Paper nr 211, 2009, s. 11–14.

Hayek F. A, *Denationalization of Money*, The Institute of Economic Affairs, London 1978.
Hayek F. A, *Monetary Nationalism and international stability*, AUGUSTUS M. KELLEY PUBLISHER 1989, USA (first edition 1937 – London).
Hein E., *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism – and its Crisis*, Edward Elgar, Cheltenham 2012.
Homer S., Sylla R., *A History of Interest Rates*, 4th edition, WILEY, Hoboken, New Jersey, 2005
Hoquet G., Tadesse S., *The role of SDR-denominated securities in official and private portfolios*, BIS Papers nr 58, 2009.
Horsefield J. K. (edited by), *Proposal for an International Currency (or Clearing) Union*. The International Monetary Found 1945–1965, Volume III: Documents. Ed. By IMF Washington 1969.
IMF Annual Report 1999, Washington D.C. 1999, s. 163.
IMF, Factsheet, SDR, November 30. 2015.
James H. *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods*, Oxford University Press, Washington, D.C. International Monetary Fund and New York, Oxford, 1996.
Klein M., Shambaugh J., *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*, The MIT Press Cambridge, 2010.
Lutkowski K., *Współczesny międzynarodowy system walutowy*, PWN 1983, s. 8.
Małecki W., *Przemiany sektora bankowego i ich konsekwencje*, „Ekonomista" nr 4, 2014.
McCallum B.T., *International Monetary Economics*, Oxford University Press, New York, 1996.
Modrzyński J., www.ekcyklopedia.pl/hasla/index/17835 (dostęp 18.12.2015).
Morawski W., *Od marki do złotego. Historia finansów Drugiej Rzeczypospolitej*, PWN, Warszawa 2008.
Starr R.M., *Why is there Money? Walrasian General Equilibrium Foundations of Monetary Theory*, Edward Elgar, USA, 2012.
Taylor E. *Druga inflacja polska. Przyczyny, przebieg i środki zaradcze*. Poznań-Warszawa, 1926
The All Saint's Day Manifesto for European Monetary Union, "The Economist" 1975, November 1–7.
Triffin R., *Our International Monetary System: Yesterday, Today, and Tomorrow* Random House, New York 1968.
Ussher L.J., *Global Imbalances and the Key Currency Regime: The Case for a Commodity Reserve Currency*, "Review of Political Economy", volume 21, No. 3. 403-421, July 2009, Rutledge. Taylor and Francis Group.
Williams J.H., *Currency stabilization: the Keynes and White Plans*, "Foreign Affairs" 21(July) 1943.
Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, PWN, Warszawa 1999, s. 51.

Publikacja dotyczy problematyki współczesnych finansów międzynarodowych, ze szczególnym uwzględnieniem funkcjonowania międzynarodowego systemu finansowego. Opracowanie składa się z trzech części: pierwsza przedstawia genezę międzynarodowego systemu walutowego i uwarunkowania działania pieniądza światowego w gospodarce globalnej, druga wprowadza w zasady budowy i funkcjonowania jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej, z uwzględnieniem wyzwań zrównoważonego rozwoju rynków finansowych, trzecia koncentruje się na podmiotach działających w ramach międzynarodowego systemu finansowego (monetarnych instytucjach finansowych oraz funduszach inwestycyjnych, ubezpieczeniowych i emerytalnych).
Książka przygotowana została z wykorzystaniem światowej literatury przedmiotu oraz aktualnych danych. W opracowaniu uwzględnione zostały również najnowsze trendy obecne w gospodarce globalnej, na uwagę zasługuje analiza ekologicznego wymiaru funkcjonowania rynków finansowych. Istotnymi zaletami książki są różnorodność i aktualność poruszonej problematyki. Publikacja adresowana jest przede wszystkim do studentów kierunków ekonomicznych: międzynarodowe stosunki gospodarcze, finanse międzynarodowe, ekonomia, a także do czytelników chcących pogłębić wiedzę z zakresu finansów międzynarodowych, zainteresowanych zmianami zachodzącymi we współczesnym międzynarodowym systemie finansowym.

norway grants

FSS
Fundusz Stypendialny i Szkoleniowy

Projekt „Utworzenie nowych interdyscyplinarnych programów kształcenia w zakresie ekonomii ochrony środowiska (w języku polskim i angielskim) w Uniwersytecie Łódzkim".

Celem projektu jest zwiększenie wiedzy i świadomości polskich i zagranicznych studentów, wykładowców, absolwentów UŁ z zakresu zrównoważonego rozwoju, ekologii, biznesu międzynarodowego i finansów.

Publikacja jest współfinansowana ze środków funduszy norweskich i krajowych.

Kwota dofinansowania projektu: 533 083 PLN

WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

ISBN 978-83-8088-036-8

9 788380 880368