SYSTEM Z BRETTON WOODS I JEGO DZIEDZICTWO

Od pieniądza złotego do cyfrowego

Redakcja naukowa
Ryszard Bartkowiak • Janusz Ostaszewski • Zbigniew Polański

SGH Oficyna Wydawnicza

SYSTEM Z BRETTON WOODS I JEGO DZIEDZICTWO

Od pieniądza złotego do cyfrowego

SYSTEM Z BRETTON WOODS I JEGO DZIEDZICTWO

Od pieniądza złotego do cyfrowego

Redakcja naukowa
Ryszard Bartkowiak • Janusz Ostaszewski • Zbigniew Polański

SGH Oficyna Wydawnicza

WARSZAWA 2022

Publikacja została wydana przez Szkołę Główną Handlową w Warszawie przy współpracy z następującymi instytucjami: Narodowym Bankiem Polskim (NBP) w ramach programu edukacji ekonomicznej, PKO Bankiem Polskim (PKO BP) oraz Związkiem Banków Polskich (ZBP).

Recenzje
Witold Orłowski
Wiesława Przybylska-Kapuścińska

Redakcja językowa
Patrycja Czarnecka

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2022
Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy zabronione.

Wydanie I

ISBN 978-83-8030-592-2

Oficyna Wydawnicza SGH – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162
www.wydawnictwo.sgh.waw.pl
e-mail: wydawnictwo@sgh.waw.pl

Projekt i wykonanie okładki
Cezary Żegliński

Skład i łamanie
DM Quadro

Druk i oprawa
VOLUMINA.pl

Zamówienie 10/I/2023

SPIS TREŚCI

Wykaz skrótów 9

Przedmowa 13

Część I
HISTORIA

Rozdział 1
Cecylia Leszczyńska

Zasady funkcjonowania systemu z Bretton Woods a polityki walutowe państw Europy Zachodniej w latach 1946–1958 21

Rozdział 2
Henryk Bąk

Funkcjonowanie mechanizmu walutowego z Bretton Woods w wybranych państwach europejskich 55

Rozdział 3
Małgorzata Korczyk

Młynarski *vs* Triffin: jeden czy dwa dylematy? 89

Rozdział 4
Adam Koronowski

Strefa euro jako dziedzictwo i zwieńczenie chybionych koncepcji z Bretton Woods 117

SPIS TREŚCI

Część II
WSPÓŁCZESNOŚĆ

Rozdział 5
Joanna Niedźwiedzińska
Zmiany w międzynarodowym systemie walutowym oraz ich implikacje dotyczące wiarygodności i dyskrecjonalności reżimów monetarnych – od systemu z Bretton Woods do strategii celu inflacyjnego 135

Rozdział 6
Ryszard Kokoszczyński
Konsekwencje ekonomiczne zawieszenia wymienialności dolara na złoto: polityka pieniężna wciąż między regułami a dyskrecjonalnością 165

Rozdział 7
Aneta Kosztowniak
Wpływ Systemu Rezerwy Federalnej i systemu z Bretton Woods na politykę monetarną i bilanse płatnicze w gospodarce światowej na przełomie XX i XXI w. 183

Rozdział 8
Jarosław Janecki
Konsekwencje zmienności w międzynarodowych przepływach kapitału i możliwe działania ograniczające ich negatywne skutki 211

Rozdział 9
Krzysztof Jarosiński
Stabilność sektora finansów publicznych w gospodarce otwartej wobec współczesnych zjawisk kryzysowych w świetle doświadczeń systemu z Bretton Woods 229

Rozdział 10
Dominik Aleksander Skopiec
Rola złota we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym i perspektywy jej zwiększenia 253

SPIS TREŚCI

Rozdział 11
Stanisław Jan Adamczyk
Upadek systemu z Bretton Woods, *carry trade* i kredyty frankowe 291

Rozdział 12
Maciej Zaleśkiewicz
Aktualne wyzwania dla stabilności polskiego systemu finansowego jako długofalowy rezultat upadku systemu z Bretton Woods 317

Część III
PRZYSZŁOŚĆ

Rozdział 13
Grzegorz Sobiecki
Od systemu z Bretton Woods do zdecentralizowanych finansów 345

Rozdział 14
Paweł Kowalewski
Pieniądz cyfrowy banku centralnego a prowadzenie polityki pieniężnej – aspekty operacyjne 373

Rozdział 15
Kamilla Marchewka-Bartkowiak, Paweł Marszałek
Złoto jako element rezerw dewizowych banków centralnych w obliczu zielonej i cyfrowej rewolucji 399

Rozdział 16
Filip Kliber
Waluta cyfrowa Europejskiego Banku Centralnego jako instrument wspierania rozwoju energii odnawialnej 427

SPIS TREŚCI

POSTSCRIPTUM

Zbigniew Polański
System z Bretton Woods i jego dziedzictwo (wywiad) 449

Joanna Niedźwiedzińska
„System z Bretton Woods i jego dziedzictwo" – wnioski z konferencji naukowej 457

Małgorzata Korczyk
Znaczenie ustaleń z Bretton Woods w kontekście światowego systemu finansowego po II wojnie światowej – podsumowanie konferencji naukowej „System z Bretton Woods i jego dziedzictwo" 463

Zbigniew Polański
Krótki przegląd głównych wydarzeń związanych z historią systemu z Bretton Woods (1941–1978) 475

Noty biograficzne 479

Spis rysunków 487

Spis tabel 489

Summary 491

WYKAZ SKRÓTÓW

BIS – Bank Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements)
CBDC – pieniądz cyfrowy emitowany przez bank centralny (*central bank digital currency*)
CHF – frank szwajcarski
CIRS – walutowy *swap* stopy procentowej (*currency interest rate swap*)
CPI – wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (*consumer price index*)
DeFi – zdecentralizowane finanse (*decentralized finance*)
DEM – marka Republiki Federalnej Niemiec
EBC – Europejski Bank Centralny (European Central Bank)
ECU – Europejska Jednostka Walutowa (European Currency Unit); waluta koszykowa, jednostka rozliczeniowa w UE w latach 1979–1998
EOG – Europejski Obszar Gospodarczy (European Economic Area)
ERM – unijny mechanizm kursowy funkcjonujący w latach 1979–1998 (Exchange Rate Mechanism), którego standardowe pasmo wahań walut krajów EWG wobec ECU wynosiło ±2,25%
ERM 2 – unijny mechanizm kursowy funkcjonujący od 1999 r. (Exchange Rate Mechanism 2), którego standardowe pasmo wahań waluty krajowej wobec euro wynosi ±15%
ESW – Europejski System Walutowy (European Monetary System) funkcjonujący w latach 1979–1998
EUP – Europejska Unia Płatnicza (European Payments Union)
EUR – euro
EWG – Europejska Wspólnota Gospodarcza (European Economic Community)
Fed – System Rezerwy Federalnej (Federal Reserve System)

FOREX (Forex, FX) – międzynarodowy, pozagiełdowy rynek walutowy (Foreign Exchange Market)
FRF – frank francuski
G7/G10/G20 – platformy koordynacji polityki gospodarczej najważniejszych krajów świata (odpowiednio: siedmiu, dziesięciu oraz dziewiętnastu i UE)
GBP – funt brytyjski
GES – system waluty dewizowo-złotej (*gold exchange standard*)
GS – system waluty złotej (*gold standard*)
ICT – technologie informacyjne i komunikacyjne (*information and communications technologies*)
ICU – Międzynarodowa Unia Clearingowa (International Clearing Union)
JPY – jen japoński
KNF – Komisja Nadzoru Finansowego
LIBOR – referencyjna wysokość (wartość) oprocentowania kształtującego się na rynku międzybankowym w Londynie (London Interbank Offered Rate), wykorzystywana zazwyczaj jako punkt odniesienia w kontraktach finansowych (tzw. *benchmark*)
LIBOR 3M CHF – referencyjna wysokość (wartość) trzymiesięcznego oprocentowania na rynku międzybankowym w Londynie dla franka szwajcarskiego (CHF)
MBOiR – Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju (International Bank for Reconstruction and Development)
MFW – Międzynarodowy Fundusz Walutowy (International Monetary Fund, IMF)
MSW – międzynarodowy system walutowy
NBP – Narodowy Bank Polski
NIF – niebankowe instytucje finansowe (*non-bank financial institutions*)
OECD – Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (Organisation for Economic Cooperation and Development)
OEEC – Organizacja Europejskiej Współpracy Gospodarczej (Organisation for European Economic Cooperation), przekształcona w OECD w 1961 r.

OPEC – kartel zrzeszający producentów eksporterów ropy naftowej (Organization of the Petroleum Exporting Countries)
p.p. – punkt procentowy, tj. miara zmiany wielkości procentowych, w tym np. stóp procentowych
P2P – równy z równym (*peer-to-peer*); w odniesieniu do sieci komputerowych chodzi o sytuację, w której wszyscy jej uczestnicy dysponują takimi samymi uprawnieniami wobec siebie nawzajem (w rozproszonej sieci brak jest centralnego węzła)
PIIGS – akronim od angielskich nazw pięciu państw UE najbardziej dotkniętych kryzysem w latach 2008–2014: Portugalii (Portugal), Irlandii (Ireland), Włoch (Italy), Grecji (Greece) oraz Hiszpanii (Spain)
PKB – produkt krajowy brutto
PLN – złoty polski
PNB – produkt narodowy brutto
QE – luzowanie ilościowe polityki pieniężnej w drodze zakupu przez banki centralne aktywów finansowych na rynku wtórnym na dużą skalę (*quantitative easing*)
REER – realny efektywny kurs walutowy (*real effective exchange rate*)
RFN – Republika Federalna Niemiec
SDR – specjalne prawa ciągnienia (*special drawing rights*), tj. międzynarodowy pieniądz fiducjarny (waluta koszykowa) w obrocie między bankami centralnymi, emitowany przez MFW od 1970 r.
SEK – korona szwedzka
SGH – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
SNB – Szwajcarski Bank Narodowy (Swiss National Bank)
UE – Unia Europejska (European Union)
UK – Zjednoczone Królestwo (United Kingdom)
UKNF – Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
USA – Stany Zjednoczone Ameryki (United States of America)
USD – dolar amerykański
WGC – Światowa Rada Złota (World Gold Council)
WTO – Światowa Organizacja Handlu (World Trade Organization)
ZSRR – Związek Socjalistycznych Republik Radzieckich

PRZEDMOWA

Wczesnym latem 2021 r. prof. Paweł H. Dembiński zadzwonił do prof. Janusza Ostaszewskiego z informacją o zbliżającym się jubileuszu związanym z upływem półwiecza od decyzji prezydenta Richarda Nixona zawieszającej wymienialność dolara amerykańskiego na złoto. Wydarzenie to w wymiarze międzynarodowym zostało określone mianem *Nixon shock*. Po długotrwałej rozmowie profesor Ostaszewski zasugerował zorganizowanie konferencji naukowej – pod auspicjami SGH – w związku z upływającą 15 sierpnia 2021 r. 50. rocznicą ostatecznego zawieszenia wymienialności dolara na złoto. Pokłosiem tej inicjatywy stały się dwuczęściowa konferencja „System z Bretton Woods i jego dziedzictwo" (19 listopada 2021 r. oraz 16–18 maja 2022 r.), jak również opracowania – rezultat trwającego ponad rok projektu badawczego – zawarte w prezentowanej książce. Patronat honorowy nad konferencją objął rektor SGH dr hab. Piotr Wachowiak, prof. SGH.

Zawieszenie wymienialności dolara na złoto w połowie sierpnia 1971 r. oznaczało nie tylko symboliczny koniec epoki, w której pieniądz był związany z kruszcami szlachetnymi, ale także upadek systemu walutowego z Bretton Woods, którego podstawę stanowiła ograniczona wymienialność dolara na złoto. Do tego czasu dzieje złota i pieniądza były ze sobą ściśle powiązane – do tego stopnia, że złoto przez długi czas było po prostu pieniądzem.

Patrząc jednak na przebieg tych wydarzeń z jeszcze dłuższej perspektywy historycznej, można stwierdzić, że załamanie systemu z Bretton Woods oznaczało nie tylko definitywne odejście od złota w funkcji pieniądza, ale też ostateczny kres epoki pieniądza towarowego, trwającej od momentu wyłonienia się pieniądza ze świata towarów. Mówiąc jeszcze inaczej, z początkiem lat 70. XX w. świat definitywnie przeszedł na system pieniądza fiducjarno-bankowego (kredytowego), tj. pieniądza niemającego pokrycia w towarze (kruszcu szlachetnym), w którego kreacji system bankowy odgrywa kluczową rolę. Ani złoto, ani żaden inny towar nie ograniczają obecnie wielkości obiegu pieniądza, aczkolwiek niektóre prywatne

inicjatywy z ostatnich lat z obszaru tzw. krypowalut (np. bitcoin) zmierzają do przywrócenia sztywnych granic emisji.

Złoto w funkcji pieniądza, tj. miernika wartości, środka wymiany i tezauryzacji, pojawiło się już w starożytności, przez bardzo długi okres krążyło ono jednak w obiegu równolegle do innych, mniej (np. miedzi) lub bardziej (np. srebra), szlachetnych metali. Rozwój systemów monetarnych stopniowo ewoluował w stronę bimetalizmu, tj. systemu opartego na złocie i srebrze, tak aby w pewnym momencie przybrać postać systemu opartego wyłącznie na złocie. System waluty złotej (*gold standard*) zaczął kształtować się już w XVIII w. w Anglii, gdzie został następnie usankcjonowany i rozwinął się w Wielkiej Brytanii po wojnach napoleońskich, stając się z czasem jednym z wyrazów dominacji imperium brytyjskiego na świecie (tzw. *Pax Britannica*). W drugiej połowie XIX w. system waluty złotej został przyjęty przez najwyżej rozwinięte kraje epoki, co przyczyniło się do jego umiędzynarodowienia, a stałe kursy walutowe (będące wynikiem zasady nieograniczonej wymienialności banknotów na złoto po stałej cenie) sprzyjały rozwojowi globalizacji na przełomie XIX i XX stulecia. Taki międzynarodowy system walutowy działał do I wojny światowej. Wraz z jej wybuchem kraje zawiesiły wymienialność funkcjonujących w obiegu banknotów narodowych na złoto, likwidując także funkcjonowanie systemu w wymiarze międzynarodowym.

W okresie międzywojennym próbowano przywrócić system waluty złotej, przede wszystkim właśnie w wymiarze międzynarodowym (w obiegu wewnętrznym w USA nadal – do 1933 r. – krążyły jednak złote monety). System ten, nazwany dewizowo-złotym (*gold exchange standard*), zakładał, że poza Wielką Brytanią i USA banki centralne jako pokrycie swojej emisji gotówkowej mogły wykorzystywać zarówno złoto, jak i dewizy – banknoty funtowe i dolarowe oraz niektóre inne walory podlegające wymianie na funta lub dolara. System ten załamał się jednak w latach 30. XX w. pod wpływem wielkiego kryzysu.

Po II wojnie światowej podjęto kolejną próbę reaktywowania (w zmodyfikowanej formie) systemu monetarnego opartego na złocie, który funkcjonowałby w wymiarze międzynarodowym. Był nim właśnie system z Bretton Woods, odzwierciedlający nowy układ sił w świecie zachodnim (tzw. *Pax Americana*), w którym wyłącznie dolar pozostawał wymienialny na złoto po stałej cenie, a wymiany dolarów na złoto w amerykańskim banku centralnym mogły dokonywać tylko władze monetarne krajów należących do systemu. Tak jak zaznaczyliśmy, ten system dolarowo-złoty istniał do początku lat 70. XX w., choć dominująca rola dolara w rozliczeniach międzynarodowych i aktywach zagranicznych banków centralnych – stopniowo malejąca na przestrzeni lat – utrzymała się do chwili obecnej. Nie można też zapomnieć, że mimo zlikwidowania samego systemu z Bretton Woods jego dwie główne

instytucje – tj. Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Bank Światowy – pozostały aktywne, zmieniając i rozszerzając swoją działalność.

Po upadku systemu z Bretton Woods rozpoczął się nowy etap w historii gospodarczej świata zachodniego, którego rozwój od tego momentu zaczął w pełni bazować na pieniądzu fiducjarnym[1], a jego kreacja i emisja zostały ściśle powiązane z funkcjonowaniem systemu bankowego. Nastąpiło wówczas też powszechne – zwłaszcza wśród krajów rozwiniętych – odejście od systemu stałych kursów walutowych z dalszymi tego implikacjami dla praktycznie wszystkich dziedzin polityki gospodarczej państw i funkcjonowania społeczeństw wolnorynkowych. Można nawet zgodzić się z wyrażaną niekiedy opinią, że współczesny świat w wymiarze ekonomiczno-polityczno-społecznym rozpoczął się właśnie wraz z upadkiem systemu z Bretton Woods.

Konferencja, którą zorganizowaliśmy, potwierdziła te spostrzeżenia. Wskazują na to również będące jej efektem opracowania zawarte w niniejszej książce.

Prezentowane teksty składają się na wielowątkową monografię dotyczącą bliższych i dalszych skutków powstania, istnienia oraz rozpadu systemu z Bretton Woods. Ich autorami są polscy ekonomiści i zarazem – co warto podkreślić – przedstawiciele bardzo różnych pokoleń naukowców.

Redaktorzy naukowi dążyli do tego, aby przedstawione opracowania mogły być czytane zarówno oddzielnie, jak i po kolei. Książkę podzieliliśmy, nieco umownie, na trzy główne części czy też bloki tematyczne, tj. na teksty dotyczące historii, współczesności i przyszłości. Piszemy „umownie", ponieważ – jak zauważył francuski historyk Fernand Braudel – „nie ma współczesności nieskażonej historią" [Braudel, 2013, s. 61]. To samo, naszym zdaniem, dotyczy przyszłości – jest ona w dużym stopniu emanacją zachodzących już, widocznych zjawisk i procesów. Stąd też podtytuł książki koncentrujący się na ukazaniu możliwie szerokiego zakresu czasowego prezentowanych zagadnień, sięgającego „od pieniądza złotego do cyfrowego".

W pierwszej części tomu („Historia") autorzy poruszają zagadnienia dotyczące powstania i funkcjonowania systemu z Bretton Woods (Cecylia Leszczyńska, Henryk Bąk), jego fundamentalnej słabości znanej w literaturze jako tzw. dylemat Triffina, przedstawionej w kontekście międzywojennego dorobku polskiego ekonomisty Feliksa Młynarskiego (Małgorzata Korczyk), oraz wpływu załamania się systemu z Bretton Woods na monetarną integrację Europy (Adam Koronowski).

[1] Na marginesie zauważmy, że emisja pieniądza fiducjarnego na pełną skalę rozpoczęła się wcześniej w krajach o gospodarce socjalistycznej. Dotyczyło to także Polski, gdzie od czasu II wojny światowej obowiązuje nieprzerwanie system pieniądza fiducjarnego, a dokładniej mówiąc – fiducjarno-bankowego (kredytowego). Szerzej temat meandrów rozwoju pieniądza i systemów monetarnych omawia w swojej książce Wojciech Morawski [2002].

Druga część książki („Współczesność") obejmuje okres sięgający od upadku systemu z Bretton Woods do dnia dzisiejszego i składa się z ośmiu opracowań. Trzy pierwsze dotyczą bezpośrednio zagadnień polityki pieniężnej związanych z załamaniem się omawianego systemu (teksty Joanny Niedźwiedzińskiej, Ryszarda Kokoszczyńskiego i Anety Kosztowniak). W kolejnych trzech opracowaniach przedstawiono szeroko rozumiane skutki tego wydarzenia w kontekście międzynarodowych przepływów kapitałowych (Jarosław Janecki), rozwiązań fiskalnych – głównie w odniesieniu do Unii Europejskiej (Krzysztof Jarosiński), oraz gospodarki złotem w układzie międzynarodowym (Dominik Aleksander Skopiec). Dwa ostatnie teksty zamieszczone w tej części książki, akcentujące aspekty prawne, dotyczą natomiast jakże aktualnych w naszym kraju kwestii, będących odległym „echem" upadku zasad systemu z Bretton Woods, tj. zagadnień stabilności polskiego systemu finansowego na tle problematyki kredytów walutowych, denominowanych przede wszystkim we frankach szwajcarskich (odmienne aspekty tego zagadnienia przedstawiają Stanisław Jan Adamczyk i Maciej Zaleśkiewicz).

W trzeciej części tomu („Przyszłość") poruszono kilka istotnych już teraz zagadnień, które – jak należy się spodziewać – w najbliższym czasie nabiorą jeszcze większej rangi. Rozpatrujemy je w perspektywie dalszych konsekwencji rozpadu systemu z Bretton Woods. W pierwszej kolejności przedstawiono tu zagadnienie rozwoju globalnego systemu finansowego z perspektywy powstawania kryptoaktywów oraz zdecentralizowanych finansów (Grzegorz Sobiecki), aby przejść następnie do problematyki pieniądza cyfrowego emitowanego przez banki centralne (*central bank digital currency*, CBDC) w aspekcie ich działalności operacyjnej (Paweł Kowalewski). Ostatnie dwa rozdziały tej części monografii odnoszą się do zagadnień z zakresu tzw. zielonej i cyfrowej rewolucji. Autorzy analizują je z perspektywy banków centralnych (Kamilla Marchewka-Bartkowiak i Paweł Marszałek) oraz potencjalnej roli waluty cyfrowej Europejskiego Banku Centralnego we wspieraniu rozwoju energii odnawialnej (Filip Kliber).

Rozważania zamyka postscriptum czy też posłowie, w którym zawarliśmy cztery materiały ściśle związane z naszym projektem. Pierwszy to wywiad udzielony przez Zbigniewa Polańskiego dla „Gazety SGH" po pierwszej części konferencji (listopad 2021 r.). Kolejne dwa teksty zawierają syntetyczne podsumowanie drugiej części obrad (maj 2022 r.) dokonane z różnych, acz komplementarnych, punktów widzenia przez Joannę Niedźwiedzińską oraz Małgorzatę Korczyk. Czwarty materiał to z kolei krótki przegląd wydarzeń związanych z powstaniem, rozwojem i upadkiem systemu z Bretton Woods – od pierwszych dyskusji na jego temat, zapoczątkowanych już w 1941 r., do 1978 r., tzn. wejścia w życie drugiej poprawy-

ki do statutu (*Articles of Agreement*) MFW, ostatecznie zamykającego – w sensie prawnym – okres funkcjonowania systemu z Bretton Woods.

Ostatnia część monografii to zestaw not biograficznych przybliżających sylwetki osób bezpośrednio związanych z naszym projektem badawczym, w tym biorących udział we wspomnianej konferencji.

Na zakończenie pozostaje nam jeszcze miły obowiązek podziękowania za wnikliwe i inspirujące uwagi recenzentom wydawniczym książki, tj. prof. Witoldowi Orłowskiemu (Akademia Finansów i Biznesu Vistula, Politechnika Warszawska) oraz prof. Wiesławie Przybylskiej-Kapuścińskiej (Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu), a także instytucjom, które przyczyniły się do zrealizowania naszych prac badawczych, zorganizowania dwuczęściowej konferencji oraz wydania niniejszej monografii, tj. Narodowemu Bankowi Polskiemu, PKO Bankowi Polskiemu oraz Związkowi Banków Polskich, jak również władzom rektorskim i dziekańskim SGH. Trudno nam też nie zauważyć zaangażowania osób, które zadbały o sprawny przebieg tych działań od strony organizacyjno-technicznej. Im również bardzo serdecznie dziękujemy.

Ryszard Bartkowiak
Janusz Ostaszewski
Zbigniew Polański

Bibliografia

Braudel, F. (2013). *Dynamika kapitalizmu*. Warszawa: Wydawnictwo Aletheia.

Morawski, W. (2002). *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*. Warszawa: Wydawnictwo Trio.

CZĘŚĆ I

HISTORIA

ZASADY FUNKCJONOWANIA SYSTEMU Z BRETTON WOODS A POLITYKI WALUTOWE PAŃSTW EUROPY ZACHODNIEJ W LATACH 1946–1958

Cecylia Leszczyńska

Abstrakt

Przedmiotem opracowania są trzy kwestie: postanowienia z Bretton Woods odnoszące się do międzynarodowego ładu walutowego, ich realizacja w latach 1946–1958 w państwach zachodnich oraz przyczyny „rozmijania się" rzeczywistości i założeń. Celem prezentowanych rozważań jest wskazanie realnego znaczenia postanowień z Bretton Woods w latach 1946–1958 w kontekście polityk walutowych państw zachodnich. Realizacja tych postulatów okazała się trudniejsza, niż zakładano. Towarzyszyły jej bowiem takie zjawiska jak: „głód dolarowy", niewymienialność wielu walut, regulowane kursy walutowe i dewaluacje, nierównowagi bilansu płatniczego oraz przewaga bilateralizmu w stosunkach handlowych. Pełna wymienialność walut państw zachodnich została wprowadzona w 1958 r. Sytuacja ta osłabiała pozycję i prestiż Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Dużo ważniejszą rolę w przezwyciężaniu problemów analizowanego okresu odegrały Plan Marshalla i Europejska Unia Płatnicza.

Słowa kluczowe: Europejska Unia Płatnicza, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Plan Marshalla, system z Bretton Woods

Kody JEL: N10, N14, N20, N24

1.1. Wprowadzenie

System z Bretton Woods wyrastał z dążenia do zbudowania ładu walutowego, który eliminowałby negatywne historyczne doświadczenia związane ze stosowaniem reżimu *gold standard* i praktyk dewaluacji „zubażających sąsiada" w czasie wielkiego kryzysu lat 30. XX w. Koncepcje architektów systemu wywodziły się z wyobrażeń o idealnym międzynarodowym układzie monetarnym, jak pisze Bordo [1993]. Wypływały także z obserwacji klasycznego *gold standard* (GS) z końca XIX w. oraz „niedoskonałości" rozwiązań wprowadzonych w okresie międzywojennym, kiedy nie udało się wypracować stabilnych ram ładu walutowego na świecie. System z Bretton Woods miał stać się międzynarodową „konstytucją" walutową, której filarami byłyby stabilne kursy oraz współpraca wszystkich państw w zakresie reformy monetarnej. System zawierał „bezpieczniki" chroniące gospodarki narodowe przed wadami stałego kursu (podporządkowanie krajowej polityki pieniężnej dyktatowi równowagi zewnętrznej) i gospodarkę międzynarodową przed transmisją cyklu koniunkturalnego.

Realizacji wskazanych celów służyć miało powołanie Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), odpowiadającego za wspieranie międzynarodowej współpracy walutowej oraz ułatwianie szybkiego wzrostu gospodarek i pełnego zatrudnienia. Fundusz działać miał na rzecz utrzymywania stabilnych kursów walut i unikania konkurencyjnych dewaluacji, stworzenia wielostronnego systemu płatniczego i wyeliminowania ograniczeń w wymianie walut, a także zapewnienia środków pozwalających sprostać nierównowagom bilansu płatniczego bez uciekania się do drastycznych narzędzi. Członkowie systemu z Bretton Woods (*de facto* członkowie MFW) mieli uczynić swoje waluty wymienialnymi w ramach transakcji bieżących (przewidziano tu trzyletni okres przejściowy, w którym mogła być stosowana kontrola wymiany walutowej). Dozwolona była natomiast kontrola obrotów kapitałowych. Równocześnie państwa członkowskie zobowiązały się do niestosowania dyskryminujących porozumień walutowych.

Celem niniejszego opracowania jest analiza następujących kwestii: 1) genezy konferencji z Bretton Woods, 2) ustanowionych zasad i celów odnoszących się do międzynarodowego ładu walutowego, 3) polityk walutowych realizowanych w latach 1946–1958 przez państwa Europy Zachodniej, 4) okoliczności, które spowodowały, iż postulaty z Bretton Woods okazały się trudne do wdrożenia, a rzeczywistość pozostała pod kilkoma ważnymi względami odległa od zamierzeń twórców systemu.

Opracowanie składa się z dwóch części. W pierwszej przedstawiono genezę samego wydarzenia i postanowienia, które przyjęto w Bretton Woods w odniesie-

niu do międzynarodowego ładu walutowego. Część druga zawiera analizę implementacji tych rozwiązań w latach 1946–1958 w państwach Europy Zachodniej oraz omówienie przyczyn rozmijania się rzeczywistości i założeń.

Literatura przedmiotu jest bardzo rozległa, wykorzystane w opracowaniu źródła stanowią niewielki jej fragment. Dodać należy, że do lat 90. XX w. w piśmiennictwie na temat systemu z Bretton Woods przeważały oceny pozytywne, często uznawano stworzone reguły za triumf współpracy międzynarodowej i budowania konsensusu. W ostatnich dwóch dekadach zaczęły się pojawiać opracowania mające charakter „rewizyjny" w stosunku do opracowań starszej proweniencji, zawierające oceny ambiwalentne bądź krytyczne.

1.2. Postanowienia z Bretton Woods w zakresie międzynarodowego ładu walutowego

1.2.1. Doświadczenia międzywojenne

Określenie zasad międzynarodowego ładu walutowego po II wojnie światowej wynikało z jednej strony z doświadczeń międzywojennych, z drugiej zaś z przewidywań dotyczących problemów, jakie pojawić się mogły po zakończeniu wojny. W pierwszej kolejności chciano uniknąć błędów popełnionych w latach 20. XX w., które spowodowały, że odbudowa gospodarek przebiegała z wieloma problemami. Przywrócenie swobodnych obrotów handlowych i finansowych spowodowało wówczas w wielu państwach wzrost nierównowagi zewnętrznej, która w obliczu wielkiego kryzysu przyniosła odejście wielu państw od wolnego handlu, deflację, nieoczekiwane dewaluacje oraz tendencje autarkiczne. Za jedną z ważniejszych przyczyn tego stanu rzeczy uznawano oparcie międzywojennego porządku walutowego na systemie GS.

System GS w klasycznej postaci w 1919 r. przywróciły USA, ustanawiając swobodę wywozu złota, obieg złotych monet i wymianę biletów dolarowych na złoto zgodnie z przedwojennym parytetem 20,67 USD za uncję. Decyzja ta wymuszała zastosowanie polityki deflacyjnej pozwalającej obniżyć ceny do poziomu przedwojennego [Humphrey, 2001]. Po krótkim okresie deflacji i spadku PKB uzyskano stabilizację cen i poprawę koniunktury [Johnston, Williamson, 2022]. Wymienialność dolara na złoto spowodowała jego „personifikację" ze złotem, amerykańska waluta zdobywała zaufanie ludzi i instytucji w skali międzynarodowej. Międzynarodowa pozycja dolara powodowała, że system zaczęto nazywać *dollar standard* niejako w analogii do *pound sterling standard* sprzed 1914 r. [Młynarski, 1928].

Za utrzymaniem waluty złotej jako podstawy stosunków monetarnych opowiedziały się także władze Wielkiej Brytanii. W 1918 r. specjalna komisja parlamentarna kierowana przez gubernatora Banku Anglii Waltera Cunliffe'a za strategiczny cel uznała przywrócenie rynkowego kursu funta na przedwojennym poziomie 4,86 USD [Dimsdale, 1981]. W tym celu zarekomendowała restrykcyjną politykę pieniężną i fiskalną [Moggridge, Howson, 1974]. Będąca ich skutkiem deflacja spowodowała recesję i wzrost bezrobocia, ale od 1923 r. koniunktura zaczęła się poprawiać.

Amerykańska i brytyjska decyzja o powrocie do waluty złotej miały istotny wpływ na stanowiska pozostałych państw. Podczas konferencji Ligi Narodów w Brukseli w 1920 r. zgodziły się one, że celem ostatecznym stabilizacji powinien być powrót do podstawy złota[1]. Nie zalecano pospiesznej stabilizacji ceny złota oraz określania ustawowego parytetu walut (większość państw nie byłaby w stanie ich utrzymać). Kraje mogły wybrać ścieżkę stabilizacji: albo poprzez deflację, by powrócić do przedwojennych kursów, albo poprzez akceptację inflacji i w konsekwencji dewaluację swoich walut. Sugerowano stopniowe podejmowanie działań, by uniknąć „fatalnych skutków wstrząśnienia dla handlu i kredytu" [League of Nations, 1920]. Zalecano również ograniczenie wydatków państwowych, odchodzenie od kontroli obrotów handlowych, uwolnienie banków emisyjnych od nacisków politycznych. Warto wspomnieć, że podczas konferencji pojawił się postulat stworzenia pieniądza międzynarodowego, nie znalazł on jednak uznania w opinii uczestników, nie dostrzegano bowiem użyteczności takiego rozwiązania czy to jako jednostki monetarnej, czy też obrachunkowej. Jak pisał Rybarski [1922], w latach 20. pojawiały się też projekty wprowadzenia pieniądza wskaźnikowego, np. „dolara towarowego", odpornego na zmiany ceny złota oraz powołania międzynarodowego banku emisyjnego, którego pieniądz mógłby funkcjonować w obiegu obok walut narodowych.

Większość państw miała problemy z wdrożeniem zaleceń brukselskich i ostatecznie zawisły one w próżni. W związku z tym podczas spotkania ekspertów finansowych w Londynie zdecydowano o zwołaniu kolejnej konferencji. Konferencja Ekonomiczno-Finansowa odbyła się w Genui w kwietniu 1922 r. Za warunek ekonomicznej rekonstrukcji Europy uznano przywrócenie waluty złotej, ale w wersji zmodyfikowanej wobec przedwojennych reguł. Przedstawiciele poszczególnych państw zgodzili się powiązać wartość swoich walut ze standardem złota na określonych zasadach. Kraje z odpowiednimi jego rezerwami miały oprzeć

[1] Na konferencji obecni byli przedstawiciele 39 państw, w tym dwóch nienależących do Ligi Narodów – Niemiec i USA.

swój system emisyjny wyłącznie na złocie, z prawem wymiany własnych walut na sztaby złota (*gold bullion standard*, GBS). Państwa posiadające niskie rezerwy złota mogły z kolei zbudować swoje systemy na rezerwach dewiz i walut państw „złotych" (*gold exchange standard*, GES). Dopiero po osiągnięciu „pewnego stopnia rozwoju gospodarki" emisja ich walut mogła zostać oparta wyłącznie na złocie [Saxon, 1922]. Mogły też wycofać złoto z obiegu wewnętrznego i ograniczyć wymienialność na nie swoich walut. Przywrócenie ładu walutowego miało być krokiem w kierunku otwarcia gospodarek i stworzenia warunków dla wolnych obrotów handlowych i kapitałowych.

W Genui nie powołano instytucji, która koordynowałaby procesy stabilizacyjne. Wynikało to z rozbieżnych interesów państw uczestniczących w konferencji oraz ich odmiennego położenia gospodarczego i finansowego. Wielka Brytania i USA optowały za zacieśnieniem współpracy między bankami centralnymi, mającymi udzielać sobie pomocy w procesach stabilizacyjnych. Przeciwnicy dominacji krajów anglosaskich opowiadali się za ustanowieniem konwencji walutowej czy unii monetarnej oraz stworzeniem międzynarodowej instytucji skupiającej światowe zapasy złota w celu regulowania jego podaży i popytu. W przyjętej rezolucji uwzględniono ostatecznie stanowisko brytyjskie.

Kraje europejskie przeprowadziły reformy stabilizacyjne w połowie lat 20. XX w. Rolę czynnika wspomagającego odegrała Liga Narodów. W przyjętym przez nią podejściu proces stabilizacji zasadzać się miał na trzech elementach: stabilizacji walutowej, dyscyplinie budżetowej i liberalizmie finansowym. Schemat ten zastosowano podczas sanacji gospodarczej Austrii (1922) i Węgier (1923). Kolejne kraje wprowadzały reformy od 1924 r. Jak pisał Aldcroft [2002], proces ten cechowała spora chaotyczność, która wynikała z braku podmiotu koordynującego. Ostatecznie jedynie kilka państw oparło swoją politykę pieniężną na systemie GBS[2], większość krajów cierpiących na niedobór złota – na systemie GES[3]. Szerokie zastosowanie systemu GES oznaczało, iż istotną cechą stosunków monetarnych stała się rosnąca rola dewiz jako substytutu złota. W obu systemach obowiązywała zasada sztywnych kursów walutowych opartych na parytetach. Jeśli kurs rynkowy odbiegał od parytetowego, bank centralny miał dokonywać interwencji na rynku krajowym i zewnętrznym. Z czasem niektóre banki podejmowały

[2] W latach 1924–1928 system wdrożyły: Dania, Francja, Holandia, Norwegia, Szwajcaria, Szwecja i Wielka Brytania. Wszystkie te kraje – z wyjątkiem Francji – ustanowiły parytety swoich walut na poziomie przedwojennym. Francja dokonała w 1928 r. silnej dewaluacji franka, w wyniku której jego parytet stanowił ok. 20% poziomu sprzed wojny.

[3] System ten zastosowały: Austria, Czechosłowacja, Finlandia, Wolne Miasto Gdańsk, Grecja, Hiszpania, Jugosławia, Litwa, Łotwa, Niemcy, Polska i Portugalia [Karpiński, 1928].

działania na rzecz stabilizowania cen, co sprawiło, że system, chcąc nie chcąc, ewoluował ku tzw. walucie manipulowanej [Karpiński, 1928].

Stabilizacja walut nie oznaczała automatycznego przywrócenia swobody w obrotach płatniczych. Część państw utrzymywała ograniczenia, uzasadniając je trudnościami z utrwaleniem stabilizacji walut i ochroną rezerw dewizowych. W celu zabezpieczenia równowagi bilansu płatniczego podtrzymywały też protekcyjną politykę handlową. Pełna swoboda obrotów kapitałowych została przywrócona w II połowie lat 20. XX w.

W czasie wielkiego kryzysu system waluty złotej stał się przyczyną głębokiej deflacji, nastąpił gwałtowny odpływ kapitałów i złota z Europy do USA, a międzynarodowe stosunki finansowe uległy silnemu zaburzeniu. Kolejne państwa rezygnowały ze sztywnych kursów walutowych, a politykę pieniężną traktować zaczęły jako instrument ożywiania gospodarki i oddziaływania na obroty finansowe. Ochrona własnego rynku i wspieranie eksportu stały się działaniami praktykowanymi przez wszystkie kraje [Kindleberger, 1973]. Zakazany został swobodny wywóz złota, waluty przestały być na nie wymienialne, a obroty nimi ograniczono bądź zawieszono. Działania te najwcześniej podjęły kraje Ameryki Południowej, w Europie pionierem była Wielka Brytania, która przeprowadziła we wrześniu 1931 r. spektakularną dewaluację funta i zawiesiła zasady złotego standardu [Eichengreen, Sachs, 1985]. Za nią podążyły kraje, które powiązały swoje waluty z funtem, a dwa lata później USA. Inne państwa nie zastosowały dewaluacji i uciekły się do szerokich ograniczeń w przepływach finansowych i kontroli rynku walutowego. Najdalej „nową" politykę dewizową rozwinęły, począwszy od 1931 r., Niemcy [Einzig, 1934]. Trzecią grupę stanowiły kraje, które opowiadały się za utrzymaniem podstawowych zasad złotego standardu – w 1933 r. utworzyły one pod przywództwem Francji tzw. Złoty Blok. Powyższa sytuacja generowała niepewność co do dalszych kierunków ewolucji międzynarodowych stosunków finansowych, pisał Cassel [1935]. Zmieniły się też cele polityk pieniężnych. Niektóre kraje jako priorytet przyjęły stabilizowanie wewnętrznej siły nabywczej pieniądza (stabilizowanie cen), wzorcem był dla nich brytyjski program walutowy odpowiadający „racjonalnej polityce pieniężnej". Inne stosowały polityką deflacyjną i utrzymanie złotych parytetów. Obie grupy oskarżały się o stosowanie nieuczciwych praktyk i zubożanie sąsiada [Pełczyński, 1936].

W 1936 r. upadł Złoty Blok, po tym jak należące do niego państwa zachodnie przeprowadziły dewaluację swoich walut. Wzrosło tym samym ryzyko dalszych dewaluacji. Stąd we wrześniu 1936 r. Francja, Wielka Brytania i USA podpisały układ o dążeniu do wypracowania reguł dla nowego ładu monetarnego. Porozumienie okazało się jednak nietrwałe – jako pierwsza złamała je Francja, dokonując

dewaluacji franka (o 10%) w czerwcu 1937 r. Warto dodać, że jedynie sześć państw (Albania, Bułgaria, Litwa, Niemcy, Polska i Węgry) nie zdecydowało się na dewaluację i utrzymało parytety swoich walut na poziomie przedkryzysowym. Każde z nich wprowadziło natomiast kontrolę obrotów dewizowych: Bułgaria, Niemcy i Węgry w 1931 r., Litwa w 1935 r., Polska w 1936 r. Najdłużej zwlekała Albania – obrót dewiz poddała kontroli dopiero w kwietniu 1939 r. [League of Nations, 1945].

W II połowie lat 30. XX w. część państw zachodnich zaczęła liberalizować obrót kapitałowy, podczas gdy w innych krajach, w tym z Europy Środkowej, doszło do zaostrzenia restrykcji. W sumie w latach 1931–1937 aż 33 państwa na świecie odeszły od waluty złotej i tylko jeden kraj powrócił do jej zasad, w kolejnych 43 państwach wprowadzono reglamentację dewiz, przy czym w sześciu zniesiono ją po 1936 r. W końcu 1937 r. reglamentacja obrotu dewizami i złotem objęła połowę globu i dwie piąte ludności, w Europie dotyczyła zaś większości państw (88% terytorium i 85% ludności) [Świdrowski, 1938].

Obserwacja poszczególnych narzędzi i kierunków polityki handlowo-finansowej pozwala zauważyć, że uformowały się wówczas pod tym względem dwa różne obszary na mapie świata:

a) kraje zachodnie (część z nich związała swoje waluty z funtem i dolarem), które przeprowadziły dewaluacje i odeszły od stabilizowania ceny złota, ale zachowały mniej lub bardziej ograniczoną swobodę obrotów towarowych i płatniczych;
b) kraje Europy Środkowej, które utrzymały ceny złota na przedkryzysowym poziomie i nie dokonały dewaluacji, ale rozbudowały restrykcje w obrotach płatniczych, stosując szerokie instrumentarium: kontrolę terminowych transakcji dewizowych, ograniczenie swobody rozporządzania dewizami uzyskanymi z eksportu, zmuszanie eksporterów do odsprzedaży walut, przydzielanie dewiz na określone cele importowe, bilateralizm w obrotach handlowych oraz coraz szersze stosowanie dwustronnych umów handlowych i rozliczeniowych.

Jak pisał Świdrowski [1938], w końcu lat 30. XX w. świat podzielił się na sferę wolnodewizową i obszar reglamentacji. Kraje pierwszej grupy uznawały na ogół wolność ekonomiczną i swobodę transferu kapitałów, a jeśli je ograniczały, to metodami klasycznymi – po dewaluacjach stabilizowały kursy za pomocą funduszy walutowych. W krajach drugiej grupy dominował daleko posunięty interwencjonizm, kursy – oficjalnie niezmienne – były różnicowane i zabezpieczane metodami administracyjnymi, a dostosowanie cen i płac następowało za pomocą obciążeń importowych i premii eksportowych. Narzędzia te stały się dla wielu państw składnikiem nowego, agresywnego merkantylizmu [Milward, 1984].

Z opisanymi wyżej doświadczeniami świat wchodził w II wojnę światową, która pogłębiła autarkizację gospodarczą i przyczyniła się do niemal całkowitego

zablokowania obrotów finansowych. Wyzwaniem stały się mobilizacja i właściwe wykorzystanie zasobów w związku z realizacją działań wojennych. Ciężar ten spadł m.in. na Wielką Brytanię. Jak pisał Keynes, konieczne stało się kontrolowanie cen, stosowanie polityki pełnego zatrudnienia i zmniejszanie konsumpcji w celu przeniesienia wysiłku produkcyjnego na potrzeby wojny. Wielka Brytania musiała korzystać także ze wsparcia USA i swoich kolonii, co oznaczało rosnący deficyt handlowy i zwiększanie zobowiązań finansowych, których spłata miała nastąpić dopiero po wojnie [Keynes, 1940].

1.2.2. Przygotowania do wdrożenia systemu z Bretton Woods

Gigantyczne wyzwania, z jakimi miał zmierzyć się świat po zakończeniu wojny, były oczywistością. Pisał o nich m.in. James Meade [1940], kreśląc projekty sprawiedliwego i skutecznego systemu międzynarodowych stosunków gospodarczych. W jego opinii miał on łagodzić rozbieżne systemy gospodarcze: liberalne i planowe, kapitalistyczne i socjalistyczne. Konieczne było określenie zasad, które regulowałyby międzynarodowy handel, przepływy kapitałowe, mechanizm monetarny i walutę międzynarodową. Meade uważał, że kwestiami tymi powinna zająć się specjalna organizacja międzynarodowa, do której mogłyby należeć państwa „liberalne" i „planowe". Perspektywicznie celem tej struktury miało być zapobieganie poważnym kryzysom gospodarczym za pomocą odpowiedniej polityki monetarnej i ekonomicznej oraz podejmowanie działań na rzecz zwiększenia wolnych obrotów towarowych poprzez stopniowe redukowanie barier handlowych (cła, kontyngenty, zakazy importu oraz dwustronne porozumienia rozliczeniowe).

Prace nad regułami powojennego ładu finansowego ruszyły w 1941 r., kiedy Departament Skarbu USA opracował memoriał wskazujący najważniejsze powojenne problemy finansowe i drogi ich rozwiązania (m.in. powołanie międzynarodowego funduszu i banku). W 1942 r. prezydent Franklin Roosevelt powołał międzyministerialną komisję, której prace koordynować miał Harry White. Do tej roli wyznaczył go sekretarz skarbu Henry Morgenthau [Steil, 2013]. Podobne działania podjęto równolegle w Wielkiej Brytanii – kierował nimi John Keynes. W tym samym czasie USA i Wielka Brytania prowadziły rozmowy dotyczące zasad prowadzenia wojny, a w lutym 1942 r. podpisały porozumienie określające warunki współpracy na czas powojenny, w tym w zakresie tworzenia planów odbudowy Europy.

Rządy obu państw podzielały przekonanie o potrzebie zbudowania ram dla przyszłego międzynarodowego porządku walutowego, które pozwoliłyby uniknąć problemów okresu międzywojennego i promować pokój na świecie. Wspólne ustalenia obejmowały wielostronny system płatniczy, stabilne kursy walutowe

i pełne zatrudnienie. Występowały też różnice zdań wynikające z odmiennej sytuacji gospodarczo-finansowej. USA jako najbogatsze mocarstwo zakładały, że będą państwem wierzycielskim. Gospodarcza pozycja Wielkiej Brytanii była zdecydowanie słabsza – wojna pochłonęła większość aktywów zagranicznych, a rząd zaciągał pożyczki od państw członkowskich Brytyjskiej Wspólnoty Narodów i USA. Sytuacja ta lokowała ją w grupie państw dłużniczych. Przedmiotem sporów były też kwestie handlowe. Administracja Roosevelta przywiązywała wielką wagę do eliminowania brytyjskich dyskryminacyjnych praktyk handlowych, zwłaszcza systemu preferencji imperialnych z Ottawy z 1932 r., a także porozumień dwustronnych[4]. Brytyjczycy z kolei obawiali się, by USA nie powróciły do deflacyjnej polityki z lat 30. XX w. Chcieli zapewnić sobie swobodę prowadzenia krajowej polityki pełnego zatrudnienia bez obaw o stan bilansu płatniczego. Oczekiwali także zachowania Brytyjskiej Wspólnoty Narodów, pomocy w odbudowie wojennej i ulg w spłacie pożyczek wojennych. W zamian za amerykańskie zobowiązanie do utrzymania pełnego zatrudnienia i zachowania Wspólnoty Narodów zaakceptowali plan wielostronnego systemu płatności z ostateczną wymienialnością funta szterlinga. Londyn otrzymał też korzystne warunki uzyskania nowych kredytów i deklarację pomocy w powojennej odbudowie [Gardner, 1969].

Projekty ram powojennego porządku gospodarczego, znane jako plany Keynesa i White'a, zostały opublikowane w 1943 r. Osiągnięty kompromis odzwierciedlało wspólne oświadczenie w sprawie utworzenia funduszu stabilizacyjnego. Stało się ono przedmiotem obrad ministrów spraw zagranicznych Wielkiej Trójki podczas konferencji w Moskwie w październiku 1943 r., której celem było zaproszenie do współpracy nad projektem ZSRR. Strona radziecka wyraziła gotowość do udziału w dalszych pracach podczas spotkania w Waszyngtonie w styczniu 1944 r. oraz wypracowania wspólnego stanowiska na konferencji mocarstw i państw zrzeszonych w koalicji antyfaszystowskiej [Materski, 1981]. W kwietniu 1944 r. członkowie Wielkiej Trójki wydali w tej sprawie stosowne oświadczenie: ostateczne rozstrzygnięcia miały zapaść na Konferencji Monetarnej i Finansowej Narodów Zjednoczonych w Bretton Woods w lipcu 1944 r. Jej celem miało być „znalezienie wspólnej doktryny dla wprowadzenia w powojennym świecie skoordynowanej współpracy gospodarczej, związków handlowych i finansowych, opartych na jednolitym, stabilnym systemie walutowym" [Materski, 1981, s. 32]. Zaproszenie na konferencję otrzymały wszystkie państwa należące do Narodów Zjednoczonych [Wajszczuk, 2005].

[4] Mowa o układach celnych zawartych w 1932 r. podczas Imperialnej Konferencji Gospodarczej w Ottawie. W ich wyniku zastosowano system preferencji w relacjach między krajami Brytyjskiej Wspólnoty Narodów, ograniczający możliwość dostarczania towarów amerykańskich na te rynki.

Konferencja odbyła się w dniach 1–22 lipca 1944 r. Do Bretton Woods przybyły delegacje 44 państw (dominowały państwa europejskie i latynoamerykańskie, por. tabela 1.1). W charakterze obserwatorów występowali przedstawiciele Ligi Narodów, Międzynarodowej Organizacji Pracy, Tymczasowej Komisji Narodów Zjednoczonych do Spraw Wyżywienia i Rolnictwa (przyszłe Food and Agriculture Organization of the United Nations, FAO) oraz Administracji Narodów Zjednoczonych do Spraw Pomocy i Odbudowy (United Nations Relief and Rehabilitation Administration, UNRRA)[5]. Przedmiotem prac były dwa projekty: White'a – dotyczący powołania funduszu stabilizacyjnego, oraz Keynesa – zakładający utworzenie Międzynarodowej Unii Clearingowej (International Clearing Union, ICU). Prace prowadzono w komisjach technicznych, komitetach, podkomisjach i grupach[6].

Plan Keynesa koncentrował się na zapewnieniu międzynarodowej płynności i stworzeniu warunków dla rozwoju światowego handlu. Ową płynność zapewniać miała ICU, która emitowałaby obrachunkową jednostkę monetarną o nazwie bancor. Wartość nominalna bancora miała być ustalona w złocie. Państwa członkowskie ICU określałyby stosunek swoich walut do bancora (pośrednio do złota) na podstawie sytuacji na rynku finansowym [Karpiński, 1962]. Każdy kraj dysponowałby przydzielonym kontyngentem bancorów, a banki centralne prowadziłyby rachunki w ICU w bancorach w celu rozliczania sald z innymi członkami według wartości parytetowej. Kraje deficytowe miałyby regulować swoje salda poprzez oprocentowane kredyty uzyskiwane od krajów posiadających nadwyżki. Wierzyciele w celu dostosowań mogliby stosować aprecjację walut czy obniżanie taryf celnych i jednocześnie musieliby dostosowywać swoje zobowiązania do warunków zewnętrznych. Obie strony miałyby prawo dokonywania kontroli kapitału, aby zapobiec spekulacji przeciwko stałym parytetom [Bordo, 1993].

Plan White'a kładł większy nacisk na stabilność kursu walutowego, a mniejszy na zapewnienie międzynarodowej płynności. Koncentrował się na problemach państw dłużniczych, podczas gdy Keynes zwracał uwagę na fakt, iż nierównowagi makroekonomiczne oddziaływały na polityki gospodarcze, które mogły być problematyczne dla państw zarówno nadwyżkowych, jak i deficytowych, dłużniczych i wierzycielskich. Kluczową instytucją miał być Fundusz Stabilizacyjny Narodów

---

5 Polskę reprezentowała delegacja rządu RP na uchodźstwie: Ludwik Grosfeld – minister skarbu, Leon Barański – dyrektor naczelny Banku Polskiego, Zygmunt Karpiński – dyrektor Banku Polskiego, Stanisław Kirkor – przedstawiciel Ministerstwa Skarbu, Janusz Żółtowski – ambasador RP w Waszyngtonie.

6 Powołano trzy komisje: I – ds. Międzynarodowego Funduszu Walutowego, II – ds. Banku Odbudowy i Rozwoju, III – ds. Międzynarodowej Współpracy Finansowej. Komisji I i II podlegały po cztery komitety, funkcjonowały też trzy komitety generalne oraz liczne podkomitety i podkomisje. W celu zredagowania dokumentów końcowych powołano Komitet Koordynacyjny.

Zjednoczonych działający na rzecz zapewnienia stabilności kursów walut[7]. Kraj z deficytem czerpałby środki z Funduszu, sprzedając swoją walutę za walutę innego członka, dzięki czemu nie zaciągałby kredytu, jak proponował to Keynes. Fundusz miał składać się z wkładów państw członkowskich w złocie, walut krajowych i papierów wartościowych przy całkowitej subskrypcji na poziomie 5 mld USD. Każdy członek miał zadeklarować wartość nominalną swojej waluty w unitas (jednostce rozliczeniowej o wartości 10 USD w złocie) i utrzymać jej wartość parytetową, z wyjątkiem sytuacji fundamentalnej nierównowagi w bilansie płatniczym. Jeśli proponowana dewaluacja byłaby mniejsza niż 10%, mogłaby zostać dokonana po konsultacji z Funduszem. Większe zmiany wymagały zgody trzech czwartych liczby członków całego ugrupowania [Oliver, 1971]. Podobnie jak w planie Keynesa, na kraje zadłużone ponad określone kwoty nakładać miano kary oraz obowiązek zmiany polityki gospodarczej i finansowej. Mniejszą presję wywierano by na kraje wierzycielskie. Keynesowski projekt unii clearingowej ostatecznie jednak odrzucono, nie widziano bowiem możliwości jego wdrożenia w życie.

Amerykanie dążyli do możliwie szybkiego wprowadzenia stabilnych kursów (USA miały dobrą sytuację ekonomiczną, dysponowały też rezerwami złota wynoszącymi w lipcu 1944 r. ok. 20 mld USD, przy obiegu pieniądza na poziomie 17 mld USD). Państwa zniszczone przez działania wojenne, z silnymi nierównowagami zewnętrznymi, zajmowały odmienne stanowisko. Bliższe były im propozycje Wielkiej Brytanii. ZSRR nie godził się na amerykański postulat pełnego informowania Funduszu Stabilizacyjnego o stanie swoich finansów. Rozbieżności dotyczyły też poglądów na przyszłą rolę dolara jako waluty rezerwowej oraz podstawy określania kursów walutowych. Keynes uważał, że nie powinien on być „uprzywilejowywany" – zakładał, że w przyszłości inne waluty będą także wymienialne na złoto. Sugerował, by w ostatecznym tekście porozumienia z Bretton Woods znalazło się określenie „rezerwy monetarne". Amerykanie optowali za zapisem „złoto i dolary"[8].

W zawartym kompromisie Brytyjczycy zrezygnowali z ICU, bancora i zapewniania płynności, uzyskali za to większą autonomię w zakresie polityki krajowej i dokonywania zmian kursu walutowego (zgoda Funduszu byłaby wymagana przy dużych przesunięciach, korygujących fundamentalne nierównowagi płatnicze). Uzyskali również zgodę na kontrolę przepływów kapitałowych. Środki Funduszu

7 W marcu 1942 r. White przedłożył dokument *Suggested Plan for a United and Associated Nations Stabilization Fund and a Bank for Reconstruction and Development of the United and Associated Nations*. W kolejnych wersjach był on częściowo modyfikowany [Oliver, 1971].

8 W dniu 6 lipca 1944 r. komisja MFW przygotowała dokumenty, do których Amerykanie dołączyli zapis, że możliwe jest określenie wartości waluty narodowej w walucie wymienialnej na złoto. W tekście końcowym zastąpili jednak słowo „złoto" określeniem „złoto i amerykańskie dolary", zrównując swoją walutę ze złotem w międzynarodowych rozliczeniach [Steil, 2013].

podniesiono do 8,8 mld USD. Wyeliminowana została uznaniowość Funduszu w zakresie wpływania na kształt polityki krajowej w celu dostosowania kursu oraz określenia warunków kredytowych. Brytyjskie żądania o pomoc powojenną wycofano z negocjacji, zostały one bowiem częściowo spełnione dzięki klauzuli przejściowej, umożliwiającej kontrolę transakcji na rachunku bieżącym przez kilka lat. Wielka Brytania ogłosiła utrzymanie oficjalnego kursu funta na poziomie 4,03 USD, ale był on stosowany wyłącznie w strefie szterlingowej (kurs rynkowy funta wynosił ok. 3,5 USD). W zamian za amerykańską (3,75 mld USD) i kanadyjską (1,25 mld USD) pożyczkę udzieloną w grudniu 1945 r. Brytyjczycy obiecali przywrócić wymienialność funta na dolary według oficjalnego kursu w ciągu jednego roku, z wyjątkiem niektórych pozycji w bilansie płatniczym [Bordo, 1993].

Umowy z Bretton Woods opatrzone datą 22 lipca 1944 r. opierały się na projekcie amerykańskim, choć uwzględniono w nich także pewne elementy planu Keynesa[9]. Dominacja koncepcji amerykańskiej dotyczyła przede wszystkim uznania dolara za walutę światową, zablokowana została również brytyjska koncepcja międzynarodowego pieniądza kredytowego. Polscy ekonomiści oceniali, że plan White'a był w porównaniu z projektem Keynesa mniej korzystny dla państw zniszczonych wojną, choć stwarzał jednocześnie większe szanse na przywrócenie rzeczywistej stabilizacji rynków finansowo-walutowych [Karpiński, 1962].

Produktem konferencji stały się tzw. dokumenty podstawowe (statuty) instytucji stojących na straży międzynarodowej współpracy walutowo-finansowej, tj. MFW i Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju (MBOiR). Celem Funduszu było wspieranie współpracy walutowej i zrównoważonych bilansów handlowych, działanie na rzecz pełnego zatrudnienia i wzrostu gospodarczego, utrzymania stabilnych kursów walutowych i unikania konkurencyjnych dewaluacji. Inne cele MFW obejmowały pomoc w tworzeniu wielostronnego regulowania należności w zakresie bieżących transakcji i eliminowanie ograniczeń w wymianie walut, stawianie do dyspozycji członków MFW środków finansowych umożliwiających korygowanie szkodliwych odchyleń bilansów płatniczych bez uciekania się do działań negatywnych dla gospodarki krajowej lub światowej. Fundusz miał pełnić rolę centrum koordynacyjnego międzynarodowej współpracy finansowo-walutowej. Jego członkowie mogli uzyskać środki na finansowanie krótko- lub średniookresowych nierównowag płatniczych na określonych warunkach. Ustalono również zasady odkupu (spłaty pożyczki), a Fundusz miał prawo decydować o walucie, w której

[9] Opracowano też Kartę Międzynarodowej Organizacji Handlu (International Trade Organization, ITO), która została podpisana w 1947 r., ale nie była ratyfikowana. Zastąpił ją Układ Ogólny w Sprawie Taryf Celnych i Handlu (General Agreement on Tariffs and Trade, GATT), wynegocjowany w Genewie w 1947 r.

byłby on dokonywany. W przypadku krajów nadwyżkowych dopuszczano stosowanie klauzuli rzadkiej waluty: jeżeli zasoby danej waluty były niewystarczające, aby zaspokoić popyt na nią ze strony państw zrzeszonych w Funduszu, mógł on ogłosić, że waluta ta jest deficytowa, i wezwać członków do racjonowania jej użycia.

Podstawą międzynarodowego systemu monetarnego miały być złoto albo dolar amerykański o wadze i próbie z dnia 1 lipca 1944 r. (35 USD za uncję trojańską). Wszyscy sygnatariusze umów z Bretton Woods zostali wezwani do określenia parytetów swoich walut oraz przestrzegania ustanowionych zasad polityki kursowej. Po przywróceniu wymienialności walut odchylenia kursów od parytetu miały mieścić się w paśmie ±1%, które wyznaczało zarazem obowiązek interwencji banku centralnego (sprzedaży/skupu dolarów na poziomie 1% poniżej lub powyżej kursu parytetowego). Zmiana kursu parytetowego (*de facto* chodziło o dewaluację) była dopuszczalna jedynie w sytuacji „fundamentalnego" deficytu bilansu handlowego (nie zdefiniowano, na czym miałby on polegać, chodziło zapewne o to, że zmianę kursu mogły uzasadniać wyłącznie czynniki natury strukturalnej, a nie przejściowe nierównowagi). Zmiana kursu do 10% wymagała jedynie poinformowania MFW (nie była konieczna jego zgoda), zmiana przekraczająca 10% wymagała już takowej zgody, a MFW miał 72 godziny na podjęcie decyzji. Nieautoryzowane zmiany kursu mogły skutkować niemożnością korzystania z zasobów Funduszu, a ostatecznie wykluczeniem z członkostwa.

W statucie MBOiR uwzględniono następujące cele: pomoc w odbudowie i rozwoju państw członkowskich zakładającą łatwiejszy dostęp do środków finansowych przeznaczonych na cele produkcyjne, przestawienie produkcji na potrzeby pokojowe, wspieranie rozwoju krajów słabo rozwiniętych poprzez wieloletnie kredyty (od 5 do 15 lat). Bank miał też wspierać prywatne inwestycje zagraniczne poprzez udzielanie gwarancji, współuczestniczenie w pożyczkach i inwestycjach oraz udzielanie lub gwarantowanie pożyczek międzynarodowych na ważne projekty inwestycyjne. Zasadniczym celem MBOiR było podejmowanie działań na rzecz długofalowego, zrównoważonego wzrostu wymiany międzynarodowej oraz utrzymywania równowag bilansów płatniczych.

Każdy z uczestników konferencji w Bretton Woods uważany był za członka założyciela MFW i MBOiR. Rzeczywiste członkostwo można było jednak osiągnąć po zgłoszeniu akcesu i ratyfikacji statutów do 31 grudnia 1945 r. Inne kraje mogły przystąpić do MFW na podstawie decyzji Rady Gubernatorów. Udziały finansowe państw zrzeszonych w obu instytucjach przedstawiono w tabeli 1.1.

Tabela 1.1. Państwa członkowskie biorące udział w konferencji w Bretton Woods w 1944 r. oraz ich udziały w MBOiR i MFW (mln USD)

Kraj	Wartość wpłat (akcji) MBOiR*	Wysokość wpłat na MFW
Ogółem	10 000	8800
USA	3175	2750
Wielka Brytania	1300	1300
ZSRR	1200	1200
Chiny	600	550
Francja	450	450
Indie	400	400
Kanada	325	300
Holandia	275	275
Belgia	225	225
Australia	200	200
Czechosłowacja	125	125
Polska	125	125
Brazylia	105	150
Związek Południowo-Afrykański	100	100
Meksyk	65	90
Norwegia	50	50
Nowa Zelandia	50	50
Egipt	40	45
Jugosławia	40	60
Chile	35	50
Kolumbia	35	50
Kuba	35	50
Grecja	25	40
Iran	24	25
Peru	17,5	25
Filipiny	15	15
Urugwaj	10,5	15
Wenezuela	10,5	15
Luksemburg	10	10
Boliwia	7	10
Irak	6	8
Ekwador	3,2	5
Etiopia	3	6

Kraj	Wartość wpłat (akcji) MBOiR*	Wysokość wpłat na MFW
Dominikana	2	5
Gwatemala	2	5
Haiti	2	5
Kostaryka	2	5
Honduras	1	2,5
Dania**	1	–
Islandia	1	1
Salwador	1	2,5
Nikaragua	0,8	2
Paragwaj	0,8	2
Liberia	0,5	0,5
Panama	0,2	0,5

* Suma składników daje wartość 9100 mln USD. ** Udział Danii (była obserwatorem) został określony w terminie późniejszym, po podjęciu przez ten kraj decyzji o gotowości do podpisania umowy.

Źródło: Umowa o utworzeniu Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju Gospodarczego; Umowa o utworzeniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Na fundusz w kwocie 8,8 mld USD złożyły się wpłaty poszczególnych państw członkowskich (25% w złocie, 75% w walutach; za zgodą członków jego wartość mogła zostać podniesiona). W zależności od wysokości wpłaty państwo członkowskie otrzymywało w obu instytucjach 250 głosów plus po jednym głosie za każde 100 tys. USD wpłaty. W MFW kwoty udziałów miały podlegać rewizji co pięć lat, a wszelkie decyzje zapadać kwalifikowaną większością 80% liczby członków; wysokość udziałów w MBOiR nie podlegała rewizji, mogła być natomiast podniesiona w następstwie zwiększenia ogólnego kapitału Banku. W 1945 r. państwa członkowskie zorganizowały konferencję, podczas której uzgodniły statut MBOiR.

Ostatecznie 27 grudnia 1945 r. traktaty z Bretton Woods, czyli umowy o utworzeniu MBOiR i MFW, podpisało 28 państw (ich udziały stanowiły 65% zadeklarowanych kwot). Wpłaty na akcje MBOiR członkowie mieli uiścić w terminie 60 dni od momentu podjęcia działalności operacyjnej przez tę instytucję, tj. 25 czerwca 1946 r. Jednym z nieobecnych był ZSRR, który nie ratyfikował porozumień. Członkiem obu organizacji stała się natomiast Polska – umowę o utworzeniu MFW i MBOiR rząd RP podpisał 27 grudnia 1945 r., a jej ratyfikację przeprowadzono 24 lutego 1946 r. Dokumenty te opublikowano później w Dzienniku Ustaw[10].

[10] Umowa o utworzeniu Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju Gospodarczego; Umowa o utworzeniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Implementacja postanowień z Bretton Woods miała pozwolić na realizację trzech podstawowych celów. Po pierwsze, chodziło o stworzenie warunków do rozwoju handlu międzynarodowego i płynnych rozliczeń finansowych m.in. poprzez zastąpienie dominujących dotąd relacji (umów) dwustronnych relacjami i płatnościami wielostronnymi. Po drugie, kraje członkowskie miały unikać dyskryminujących porozumień walutowych i uczynić swoje waluty wymienialnymi w ramach transakcji rejestrowanych na rachunkach obrotów bieżących, dozwolona była natomiast kontrola przepływów kapitału. Wymóg wymienialności walut nie został sprecyzowany, wskazano, że dotyczyć ma sald na rachunku bieżącym, wyłączono zaś z niego salda „historyczne" (być może po to, by chronić salda w funtach szterlingach powstałe pod koniec wojny). Kraje nie musiały deklarować wymienialności swoich walut po rozpoczęciu działalności MFW, miały bowiem prawo do trzyletniego okresu przejściowego (art. XIV statutu), w którym mogły stosować ograniczenia w wymianie walut. Po upływie trzech lat Fundusz został zobligowany do raportowania sytuacji w zakresie wymienialności, a po pięciu latach (potem corocznie) jego członkowie musieli uzasadniać stosowanie ograniczeń walutowych.

1.3. Realizacja zasad z Bretton Woods w państwach zachodnich w latach 1946–1958: projekty *vs* rzeczywistość

Jak pisze Bordo [1993], architekci umów z Bretton Woods nie sprecyzowali, jak system miał działać w praktyce, z perspektywy czasu wskazać można jednak kilka jego istotnych cech.

1) Waluty miały być traktowane jako równe, co oznaczało, że każdy kraj był zobowiązany do utrzymania wartości nominalnej swojej waluty w stosunku do dolara (złota) poprzez interwencję banku centralnego. W rzeczywistości jedynie USA zdefiniowały wartość swojej waluty w złocie (kupowano i sprzedawano złoto), pozostałe kraje ustaliły parytety swoich walut w dolarach i interweniowały, by kontrolować swoje kursy walutowe w granicach 1% odchyleń od parytetu.
2) Kraje wykorzystywały swoje rezerwy walutowe lub czerpały środki z Funduszu, aby sfinansować deficyty płatnicze. W sytuacji nadwyżek gromadziły tymczasowo rezerwy lub odkupywały swoje waluty od Funduszu. Z kolei gdy dochodziło do średniookresowych zaburzeń równowagi, stosowały politykę monetarną i fiskalną w celu zmiany zagregowanego popytu, zaś w przypadku fundamentalnej nierównowagi, która nigdy formalnie nie została zdefiniowana, ale przypuszczalnie odzwierciedlała jakiś szok strukturalny lub utrzymującą się inflację, mogły zmienić parytet w celu przywrócenia równowagi zewnętrznej.

3) Stosowana była kontrola przepływów kapitału mająca zapobiec destabilizującym spekulacjom, które zmuszałyby państwa zrzeszone w Funduszu do przedwczesnej lub niezamierzonej zmiany parytetu [Bordo, 1993].

System, który zaczął funkcjonować po konferencji w Bretton Woods i utworzeniu MFW, różnił się pod wieloma względami od tego, który projektowali jego architekci. Okres przejściowy od zakończenia wojny do osiągnięcia trwałego pokoju był znacznie dłuższy i bardziej bolesny, niż przewidywano. System zaczął normalnie funkcjonować w połowie lat 50., a pełna wymienialność walut głównych krajów uprzemysłowionych została przywrócona dopiero pod koniec 1958 r. Od ogłoszenia oficjalnych wartości parytetowych walut przez 32 kraje w grudniu 1946 r. do osiągnięcia ich wymienialności w transakcjach bieżących przez główne kraje uprzemysłowione minęło zatem 12 lat.

W okresie wdrażania systemu z Bretton Woods w 1946 r. w większości państw utrzymywana była kontrola cen oraz niewymienialność walut. Bezpośrednio po wojnie w obawie przed rozwojem inflacji podejmowano działania służące redukcji zasobów pieniądza głównie poprzez unieważnienie/blokadę części gotówki w rękach ludności. Zgodnie z zasadami systemu kraje były zobligowane do określenia parytetów swoich walut w złocie i tym samym wskazania ich kursu wobec dolara. Parytety walutowe większość państw zachodnich ustaliła pod koniec 1946 r., częściowo pod wpływem presji ze strony MFW oczekującego szybkich decyzji. Fundusz utrzymywał, że jeżeli wybrany kurs wymiany okaże się nieodpowiedni, to będzie mógł zostać skorygowany w późniejszym terminie. Argumentowano przy tym, że deficyty bilansu płatniczego odzwierciedlały raczej strukturalną niewydolność sektora eksportowego niż brak konkurencyjności, którą można byłoby „poprawić" poprzez dewaluację. Presja MFW miała zmobilizować Europę do podnoszenia zdolności eksportowych.

Jeśli idzie o parytety, to część krajów przyjęła poziom przedwojenny (bądź zbliżony). Należały do nich m.in. Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania, Norwegia, Portugalia i Dania. Uważa się, że parytety walut głównych krajów były zawyżone, zwłaszcza przy występującej inflacji. Pozostałe państwa zwlekały, zakładając, że powojenna inflacja może wpłynąć na ich przyszłą pozycję finansową [Morawski, 2002]. Większość krajów nie dysponowała także adekwatnymi rezerwami złota oraz dolarów. Pod koniec wojny aż dwie trzecie światowych zasobów złota monetarnego znajdowało się w USA.

Polityka MFW polegająca na wywieraniu presji na ustalanie parytetów już w 1946 r. nie spotkała się z pozytywnym odbiorem. Uważano, że decyzje te były zbyt wczesne (określanie parytetów walutowych, a potem podejmowanie koniecznych dewaluacji). Krytyka płynęła przede wszystkim od zwolenników systemu kursów

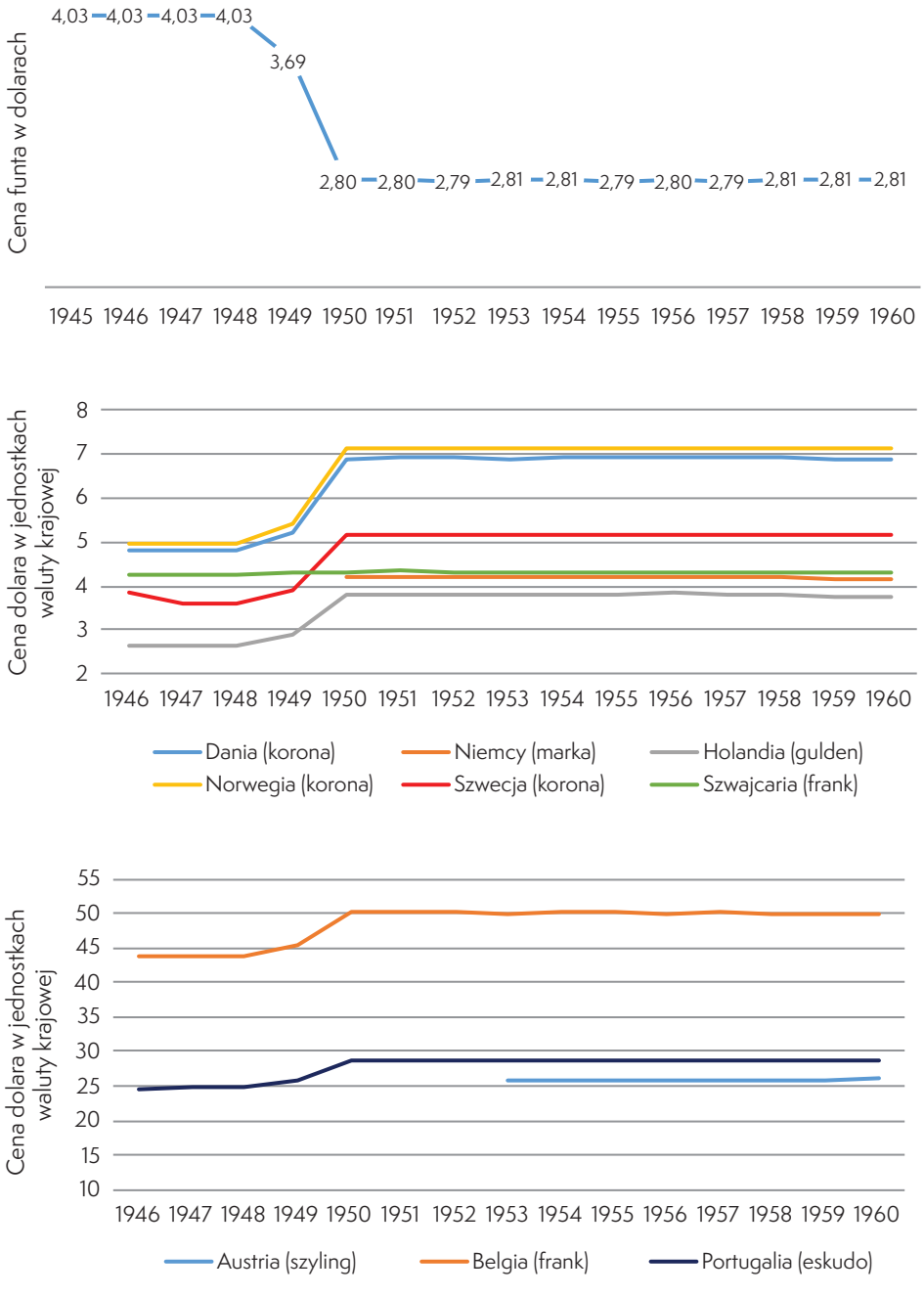
kierowanych, który praktykowano w latach 30. XX w. Zakładał on stopniowy proces dostosowawczy, w którym kurs mógł znaleźć właściwy stan równowagi [Scammell, 1976]. Dewaluacje, które stały się konieczne w końcu lat 40. XX w., wywoływały opór władz monetarnych, były bowiem postrzegane jako przejaw sytuacji kryzysowej na rynku walutowym, a odpowiedzialnością za ten stan rzeczy obarczano właśnie władze monetarne.

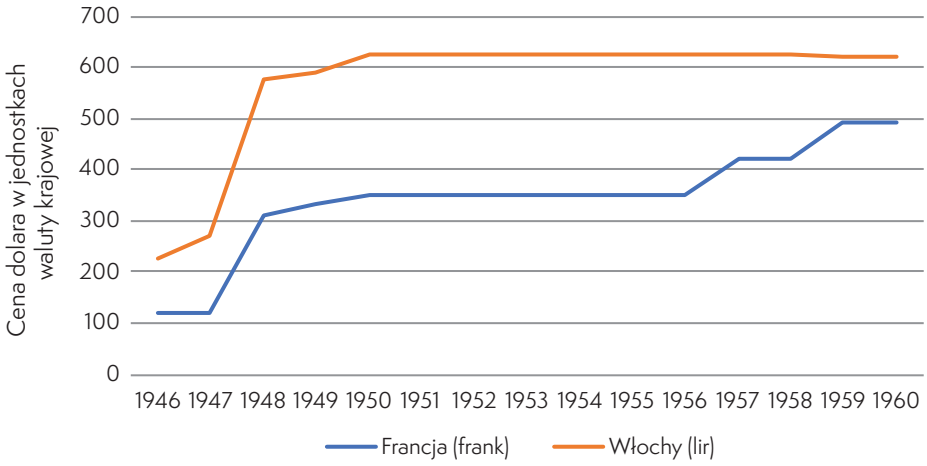
Poważnym problemem rynku europejskiego był niedobór dolara („głód dolarowy"), który z perspektywy pierwszych lat po wojnie wydawał się zjawiskiem trwałym. Wynikał on z silnej nierównowagi w obrotach handlowych i finansowych między Europą a USA, którą spotęgowała ostra zima 1946/1947. Deficyt płatniczy krajów członkowskich Organizacji Europejskiej Współpracy Gospodarczej (OEEC)[11] wynosił w 1947 r. 9 mld USD [Triffin, 1957]. Kwota ta była mniej więcej równa nadwyżce na rachunku obrotów bieżących USA. „Głód dolarowy" w przypadku najbardziej poszkodowanych wojną państw nie pozwalał na wolny import (tj. import opłacany swobodnym transferem dolarów) i wprowadzenie wymienialności walut w zakresie obrotów bieżących. Perspektywy zmian nie rysowały się dobrze z racji ogromnych deficytów handlowych. Nadziei na szybką poprawę nie dawały takie zjawiska jak: niski poziom produktywności w państwach europejskich, ich słaba oferta eksportowa, konieczny import surowców i żywności, niska stopa oszczędności oraz wyzwania dotyczące odbudowy gospodarek.

W pierwszych powojennych latach dominowały zatem powiązane ze sobą problemy: niedobór rezerw dolarowych, kontrola wymiany walut, kontrola obrotów handlowych i częsty bilateralizm w relacjach handlowych. Większość państw europejskich wynegocjowała z każdym ze swoich partnerów handlowych serię dwustronnych umów płatniczych. Stosowano kontyngenty na import i eksport oraz przydział dewiz przez bank centralny, banki komercyjne działały jako jego agenci. Banki centralne negocjowały ze swoimi partnerami umowy zapewniające dostęp do określonego limitu kredytu na rachunku bieżącym we własnej walucie, rozliczenia w walucie obcej stosowano zaś po przekroczeniu tego limitu. Innymi słowy, praktycznie każdy kraj stosował jakieś ograniczenia walutowe, a żadna z głównych walut europejskich nie była w pełni wymienialna. Przypomnijmy, że zgodnie z art. XIV statutu MFW państwa członkowskie mogły stosować kontrolę wymiany walut przez okres przejściowy, liczony od momentu rozpoczęcia działalności przez Fundusz, tj. od 1 marca 1947 r.

[11] Organisation of European Economic Cooperation (OEEC) powstała w związku z Planem Marshalla. Miała koordynować potrzeby państw europejskich oraz sprawiedliwie dzielić środki. Jej organem wykonawczym był Committee of European Economic Cooperation (CEEC).

Rysunek 1.1. Kursy walut europejskich wobec dolara w latach 1946–1960





Źródło: Lawrence [2022a; 2022b].

Z poważnymi problemami borykała się najważniejsza gospodarka europejska, tj. Wielka Brytania. Notowała ogromny deficyt bilansu płatniczego, funt był wymienialny jedynie w ramach obrotów w obrębie bloku szterlingowego, krajom, z którymi zawarto umowy dwustronne, otwierano specjalne konta transferowe, dzięki czemu mogły one rozliczać salda handlowe w funtach. Zgodnie z obietnicą złożoną USA w lipcu 1947 r. rząd brytyjski podjął decyzję o wprowadzeniu wymienialności funta po oficjalnym kursie 4,03 USD dla wszystkich transakcji rejestrowanych na rachunku bieżącym (kurs rynkowy wynosił ponad 3 USD). Z powodu wyprzedaży funta i zwiększonych zakupów dolarów (w tym przez kraje wierzycielskie) rezerwy Banku Anglii zostały uszczuplone o 4 mld USD. Wymienialność funta została zawieszona 20 sierpnia 1947 r., a rozliczenia ponownie poddano kontroli. Podobne problemy występowały też w innych krajach. Ogłoszone w grudniu 1946 r. kursy parytetowe okazały się nieadekwatne do ich sytuacji rynkowej, stąd – jak widać na rysunku 1.1 – w latach 1948–1949 większość walut europejskich została zdewaluowana. W przypadku Anglii i Francji wsparcia kredytowego udzielił MFW.

Najważniejszym wydarzeniem była dewaluacja funta dokonana we wrześniu 1949 r., która pociągnęła za sobą „falę" dewaluacji walut powiązanych z funtem. Jej bezpośrednią przyczyną była spekulacja, pośrednią – deficyt na rachunku obrotów bieżących (głównie w obszarze rozliczeń dolarowych). Po lekkiej poprawie w 1948 r. w II kw. 1949 r. brytyjski eksport do USA wyraźnie spadł. Na rynku zaczęła narastać niepewność – oczekiwano, że funt zostanie zdewaluowany (mimo że kanclerz skarbu odrzucał nieuchronność dewaluacji). Pojawiła się spekulacja, kontrola rynku walutowego niewiele dała. Ostatecznie 18 września 1949 r. funt został zdewaluowany o 30,5% do 2,80 USD. Zaraz potem parytet swoich walut o podobną

wielkość obniżyły 23 kraje. Dewaluacja przyniosła spadek deficytu na brytyjskim rachunku obrotów bieżących, a niedługo później sytuacja ponownie się pogorszyła – tym razem za sprawą wojny koreańskiej [Caincross, Eichengreen, 1983].

Brytyjska dewaluacja nadszarpnęła prestiż MFW [Mundell, 1969]. Jej skala była bowiem większa, niż sugerował Fundusz, a ponadto otrzymał on na akceptację decyzji władz brytyjskich jedynie 24 godziny (według statutu MFW, gdy dewaluacja była wyższa niż 10%, czas na wyrażenie zgody wynosił minimum 72 godziny). Według Mundella [1969] wydarzenie to ujawniło niezdolność Funduszu do powstrzymania wielkiego mocarstwa przed podążaniem za swoim suwerennym interesem[12]. Ze stanowiskiem Funduszu nie liczyła się też przejściowo Francja. W latach 1944–1945 odroczyła ogłoszenie stałego kursu walutowego, ponieważ inflacja rosła zbyt szybko, aby go utrzymać. W grudniu 1945 r. zaakceptowała żądania MFW i ustaliła kurs wymiany na 119,10 FRF/USD, ale bez swobody wymienialności. W styczniu 1948 r. zdewaluowała franka do 214,39 FRF/USD i ustanowiła formalnie wolny rynek, na którym obrót dolarami mógł odbywać się po kursie wynoszącym ok. 340 FRF/USD. Po tejże dewaluacji stworzony został *de facto* system kilku kursów walutowych (kursów „krzyżowych"): kurs oficjalny dotyczył podstawowych rozliczeń importowych, oprócz niego stosowano kurs zmienny w ramach rozliczeń turystycznych i finansowych, kurs urzędowy dla walut „miękkich" oraz odrębny kurs w przypadku walut „twardych" (jego efektywna wartość wynosiła wówczas 260,26 FRF). MFW protestował, odmówił Francji dostępu do własnych środków. W październiku 1948 r. Francja zakończyła stosowanie kursów krzyżowych, a podczas dewaluacji we wrześniu 1949 r. przyjęła jednolity kurs 350 FRF/USD. Ponieważ otrzymywała wsparcie z Planu Marshalla, presję MFW znosiła ze spokojem. Na marginesie dodać należy, że system różnicowania kursów stosowano w Europie Środkowej już w końcu lat 30. XX w. (w niektórych krajach otwarcie, w innych w sposób niejawny), nie była to zatem nowość [Leszczyńska, 2013]. Ponadto w latach powojennych mechanizm ten był wykorzystywany także przez Włochy oraz kraje Europy Środkowej.

Trudne „stabilizacje" z lat 1948–1949 ujawniły jeszcze jedną wadę systemu stworzonego w Bretton Woods, pokazały bowiem jednokierunkową możliwość spekulacji przeciwko parytetowi. Przymus stabilizacyjny w warunkach dużych różnic między kursem oficjalnym i rynkowym zachęcał do spekulacji, spekulanci zajmowali zaś pozycję pozwalającą zminimalizować ryzyko straty (waluty były zgodnie

[12] Z opinią Funduszu nie liczyła się też Kanada. We wrześniu 1950 r., w obliczu ogromnego napływu kapitału z USA, Bank Kanady podjął decyzję o wprowadzeniu dolara kanadyjskiego na giełdę, zamiast ryzykować rewaluację z parytetu 0,909 USD. Fundusz był bardzo krytyczny wobec tych działań. Kanadyjskie władze monetarne zapewniały, że ustanowią nowy parytet, gdy zostanie przywrócona równowaga.

z oczekiwaniami dewaluowane) [Friedman, 1953][13]. Możliwość większej zmiany parytetu tylko za zgodą MFW zachęcała władze monetarne także do opóźniania dostosowań dopóty, dopóki nie było pewne, że są one konieczne.

Po prześledzeniu powyższych ustaleń przejdźmy do problemu nierównowagi płatniczej państw europejskich. Ich sytuację w latach powojennych ratowało wsparcie finansowe i gospodarcze udzielane przez USA. Dostawy UNRRA w latach 1945–1946 wyniosły ponad 1 mld USD, Amerykanie ułatwiali także zakupy na kredyt, a Wielka Brytania i Francja otrzymały pożyczki na spłatę wojennych zobowiązań z tytułu *lend-lease*. Pomoc ta była szczególnie ważna w 1947 r., kiedy po srogiej zimie zbiory płodów rolnych były najniższe od początku XX w. [Aldcroft, 1978]. W 1947 r. działania pomocowe UNRRA zaczęły być wygaszane. Do wiosny 1948 r. osiągnęły kwotę łącznie 10,5 mld USD [Dłubis, 2005].

Sytuacja gospodarcza w Europie Zachodniej ulegała stopniowej poprawie, zwłaszcza w sektorze przemysłowym. Większość państw powróciła do przedwojennego poziomu produkcji przemysłowej w 1947 r., a w 1948 r. przekroczyła go o średnio 27,5% [Mitchell, 1998]. Proces odbudowy gospodarczej przebiegał jednak bardzo nierównomiernie – najwolniej w Austrii, Grecji i Niemczech (niemieckich strefach okupacyjnych) [Kaczmarek, 1997]. Jednocześnie większość państw zachodniej Europy nie była w stanie znacząco poprawić wyników eksportu, przez co salda ich obrotów handlowych pozostawały ujemne. Taka sytuacja miała też miejsce w końcu lat 30. XX w., ale wtedy deficyt handlowy największych gospodarek (zwłaszcza Wielkiej Brytanii) równoważyły dochody z usług finansowych i inwestycji zagranicznych. Po 1945 r. w warunkach dezorganizacji rynków finansowych oraz załamania inwestycji zagranicznych możliwości te ustały (zniszczenia, problemy transportowe, niska konkurencyjność). Powszechne było przekonanie, że Europa Zachodnia bez pomocy USA nie upora się z nękającymi ją problemami, wobec czego coraz bardziej prawdopodobny stawał się scenariusz przypominający lata 20. XX w. Bilans płatniczy w latach 1946–1947 był wprawdzie korzystniejszy niż w latach 1919–1920, ale była to zasługa pomocy pochodzącej z USA. Jej ustanie wiązało się z pogłębieniem problemów gospodarek zachodnioeuropejskich.

[13] Wielka Brytania borykała się z podobnymi problemami także w latach 50. XX w. Przykładem może być plan o nazwie ROBOT (od nazwisk pomysłodawców), zainicjowany w 1952 r. przez kanclerza skarbu Richarda Butlera. Zimą 1951/1952 pojawiły się obawy o bilans płatniczy i zmniejszenie rezerw złota. W styczniu 1952 r. rząd oszacował roczny deficyt bilansu płatniczego na około 500 mln GBP. Kanclerz skarbu rozesłał tajną notatkę, w której stwierdził, że spadające w „zastraszającym tempie" rezerwy złota i dolara zagrażają utrzymaniu funta na poziomie 2,80 USD. Zaproponował zatem upłynnienie kursu w celu „znalezienia właściwego poziomu", a następnie wprowadzenie wymienialności waluty. W lutym 1952 r. rząd odrzucił projekt jako zbyt ryzykowny. Zamiast tego silnie zredukowano import. Także inne kraje stosowały ograniczenia importowe z powodu problemów z bilansem płatniczym, szczególnie w 1952 r. Miało to również związek z wojną koreańską.

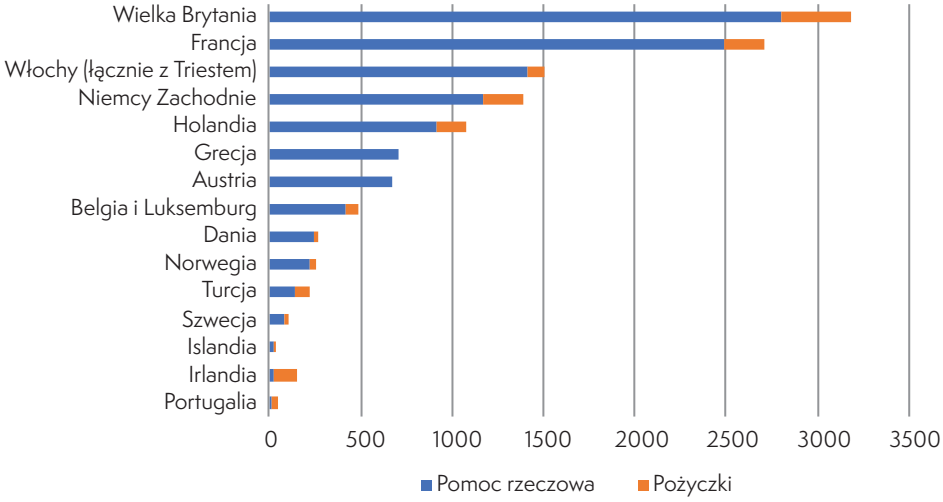
Tabela 1.2. Bilans płatniczy Europy Zachodniej po I i II wojnie światowej (mld USD)

Wyszczególnienie	1919–1920	1946–1947
Europejski import	11,8	11,2
Europejski eksport	4,6	5,2
Bilans handlowy	−7,2	−6,0
Zysk z działalności inwestycyjnej	1,1	0,4
Rachunek bieżący (pozostałe)	1,3	−1,1
Całkowity rachunek bieżący	−4,8	−6,7
Zmniejszenie aktywów europejskich	−2,0	−1,8
Całkowite pożyczki i dotacje ze Stanów Zjednoczonych	2,8	4,9

Źródło: DeLong, Eichengreen [1991, s. 20].

Europejski „głód" dolarowy miał zostać zaspokojony przez Plan Marshalla. W latach 1948–1952 do Europy Zachodniej napłynęło około 13 mld USD w postaci dotacji i pożyczek z tego tytułu [Milward, 1984] (por. rysunek 1.2)[14].

Rysunek 1.2. Beneficjenci Planu Marshalla w latach 1948–1952 (mln USD)



Źródło: National Archives [2022].

14 W czerwcu 1950 r. wybuchła wojna w Korei. W odpowiedzi na to wydarzenie 26 lipca Kongres USA postanowił przeznaczyć 1,25 mld USD na dalszą pomoc udzielaną w ramach Planu Marshalla, a we wrześniu tego samego roku kolejne 4 mld USD na cele militarne (kwotę tę obniżono potem do 2,4 mld USD). Były to ostatnie środki przekazane państwom europejskim w związku z realizacją Planu Marshalla.

Ustawa o współpracy gospodarczej z 1948 r., wraz z którą zatwierdzono także Plan Marshalla, miała pomóc krajom europejskim w rozbudowie ich gospodarek i przywróceniu zdolności eksportowych. Warunkiem pomocy był m.in. postęp tychże państw w zakresie liberalizacji handlu i płatności. Strona amerykańska oczekiwała, że Europa uzyska niezależność gospodarczą w 1952 r., kiedy to pomoc miała zostać wygaszona. Większość państw europejskich przewidywała jednak, że nie zdoła w tak krótkim czasie uzyskać równowagi w obrotach handlowych z USA. Obawy te okazały się przesadzone, do 1952 r. kraje OEEC odnotowały bowiem podwojenie eksportu, wzrost importu o jedną trzecią i nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących.

Na lata realizacji Planu Marshalla przypadł szybki wzrost gospodarczy państw europejskich (por. rysunek 1.3), który utrzymywał się w następnych latach. Według Eichengreena [1991] był on w istotnym stopniu zasługą właśnie Planu Marshalla. Po jego wdrożeniu udało się bowiem trwale podnieść stopy wzrostu gospodarczego państw beneficjentów poprzez uruchomienie dedykowanych kanałów inwestycji oraz wydatków rządowych, a przede wszystkim poprzez poprawę produktywności i zaufania inwestorów. Powojenny sukces dotyczył w szczególności Niemiec. Zdaniem części badaczy pomoc udzielona w ramach Planu Marshalla nie była podstawowym – w sensie ilości otrzymanych środków – źródłem niemieckiego sukcesu, stanowiła natomiast ważny bodziec pod innymi względami. Miała istotne znaczenie dla skali inwestycji, przełamywała bowiem obawy wielu państw i inwestorów oraz zapewniała warunki sprzyjające napływowi zagranicznych kapitałów. Podobnie rzecz się miała z innymi krajami. Podstawowe znaczenie Planu Marshalla dla Europy dotyczyło stworzenia fundamentów współpracy gospodarczej, wymiany handlowej i otwartości na konkurencję. Okoliczności te miały również pośredni wpływ na powstanie w 1950 r. Europejskiej Unii Płatniczej (EPU, European Payments Union) i powołanej do życia dwa lata później Europejskiej Wspólnoty Węgla i Stali (EWWiS).

Plan Marshalla oraz dewaluacje z lat 1948–1949 pozwoliły ostatecznie „zamienić" państwom europejskim deficyt na rachunku obrotów bieżących na nadwyżkę, co było istotnym warunkiem powrotu do wymienialności walut. Grunt dla postępów w tym zakresie zbudowała wspomniana już EPU, utworzona 19 września 1950 r. przez kraje OEEC. Powołana początkowo na dwa lata, była potem jeszcze kilkukrotnie odnawiana. Rozpoczęła działalność z funduszem wynoszącym 350 mln USD przekazanym przez rząd USA, a jej agentem operacyjnym był Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (BIS). EPU stanowiła rodzaj izby rozrachunkowej – każdy jej członek (kraje OEEC) rozliczał swoją pozycję debetową lub kredytową wobec pozostałych państw członkowskich. Do jednostek rozrachunku należały

dolar amerykański i złoto, dopuszczalne były też rozliczenia kredytowe (forma rozliczeń zależała od kwoty kredytu przyznanej każdemu członkowi, a ta z kolei była ustalana na podstawie wielkości handlu).

EPU wprowadziła ułatwienia w rozwoju handlu międzynarodowego poprzez budowę efektywnego systemu rozliczeń płatności i kredytów, obejmującego kraje strefy funta i franka, stwarzając przy tym podstawy do stopniowej liberalizacji płatności. EPU stała się istotnym centrum wielostronnego rozrachunku, umożliwiając przezwyciężenie ograniczeń w zakresie wymienialności walut stosowanych przez członków OEEC. Był to ważny krok na drodze do wprowadzenia powszechnej wymienialności walut w ramach EPU. Do 1955 r. międzynarodowy system rozliczeń podzielony był na dwa obszary walutowe (odmienne systemy wymiany walut): obszar „miękki", oparty na EPU i funcie szterlingu, oraz obszar „twardy", oparty na dolarze. W 1955 r. ograniczenia w zakresie operacji walutowych zaczęła znosić Wielka Brytania. Następnie osiem krajów europejskich zadeklarowało wprowadzenie z dniem 27 grudnia 1958 r. wymienialności swoich walut w ramach transakcji na rachunkach bieżących. W tych warunkach EPU stawała się zbędna, była bowiem instytucją o czysto celowym i funkcjonalnym charakterze, i po 1958 r. została rozwiązana. Dodajmy, że EPU przypominała izbę rozliczeniową, której utworzenie w trakcie przygotowań do konferencji w Bretton Woods proponował Keynes [Triffin, 1957].

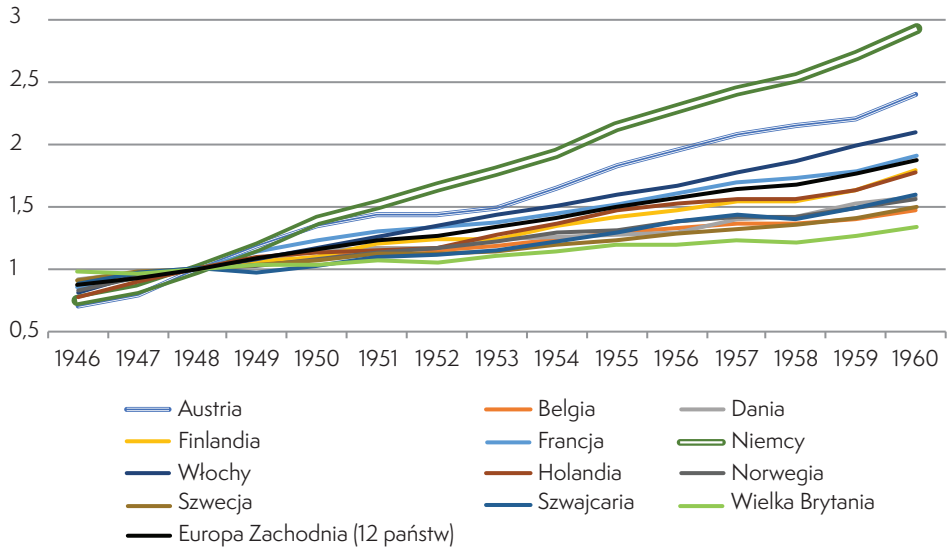
Jak się w opisanej sytuacji odnajdował MFW? Zdaniem Mundella nie był on przygotowany na radzenie sobie z problemami, jakie towarzyszyły powojennej odbudowie. Przed 1952 r. jego działalność była ograniczona – większość strukturalnej pomocy, która stworzyła warunki do poprawy bilansów płatniczych państw europejskich, pochodziła z Planu Marshalla oraz bezpośrednich pożyczek z USA. Rolę MFW substytuowały nowo powstałe europejskie instytucje, takie jak OEEC, EPU, a w pewnym stopniu także BIS [Mundell, 1969]. Mimo że kluczowym założeniem systemu z Bretton Woods była wielostronność rozliczeń, Fundusz zrobił niewiele, by zrealizować ten cel przed 1952 r. Kluczową rolę odegrała w tym przypadku raczej EPU. Na mocy art. XIV MFW rozpoczął natomiast w 1952 r. przedmiotowe konsultacje z poszczególnymi państwami członkowskimi. Do czasu osiągnięcia pełnej wymienialności walut europejskich dolar pełnił funkcję buforową zgodnie z postanowieniami z Bretton Woods [Mundell, 1969]. Jak pisał Gardner, gdyby został przyjęty plan ICU zaproponowany przez Keynesa i gdyby USA udzieliły pomocy w inny sposób niż poprzez Plan Marshalla, kraje europejskie zgromadziłyby środki wystarczające na sfinansowanie własnych deficytów na rachunku bieżącym w latach 50. i 60. XX w. [Gardner, 1972]. Jednakże dodatkowa płynność spowodowałaby prawdopodobnie wyższą stopę światowej inflacji, niż miało to miejsce w rzeczywistości.

W analizowanym okresie dolar stał się kluczową walutą międzynarodowego systemu monetarnego. Jeszcze bezpośrednio po wojnie ważną rolę odgrywał funt, szczególnie jako waluta rezerwowa, ale pod koniec lat 50. XX w. został zdominowany przez dolara. Ze względu na udział USA w gospodarce światowej oraz otwarte i głębokie rynki kapitałowe dolar zaczął funkcjonować w latach 50. XX w. także jako prywatny pieniądz międzynarodowy [McKinnon, 1988]. Jego zastosowanie stawało się zatem coraz szersze: był oficjalnym pieniądzem międzynarodowym, występował jako jednostka rozliczeniowa przy fakturowaniu importu i eksportu, jako środek wymiany w transakcjach międzybankowych, jako środek przechowywania wartości oraz jako podstawowa waluta interwencyjna i rezerwowa. Jego dominacja w międzynarodowym porządku walutowym osłabiła znaczenie innych walut, mimo że zgodnie z zasadami z Bretton Woods najważniejsze waluty miały być pod tym względem równe.

Po uzyskaniu stabilności gospodarczej i względnej równowagi zewnętrznej przez najważniejsze państwa, perspektywy utrzymania systemu z Bretton Woods w końcu lat 50. XX w. jawiły się jako korzystne, łącznie z wyeliminowaniem jego niedoskonałości. Z raportów MFW na temat adekwatności rezerw światowych za lata 1953 i 1958 wynikało, że stosunek rezerw do importu był właściwy, niemniej w drugim raporcie sygnalizowano, że w latach 60. XX w. mogą one okazać się niewystarczające z powodu przywrócenia wymienialności walut, szybkiego wzrostu gospodarczego i obrotów handlowych [Bordo, 1993]. Dostrzegano także, że światowe zasoby złota monetarnego rosną prawdopodobnie zbyt wolno, by udało się zrównoważyć wzrost światowej produkcji i handlu. Inne źródło płynności międzynarodowej, tj. zasoby Funduszu, również uważano za niewystarczające, dlatego podjęto różne kroki w celu ich zwiększenia (działania te przypadły na lata 60.). Problemem, który zaczął się pojawiać na „horyzoncie", stały się napięcia na rynkach kapitałowych. Ich źródłem były z jednej strony rosnące pod względem wartości i natężenia obroty kapitałowe, z drugiej zaś powszechnie stosowana kontrola przepływów kapitału. Napięcia wywoływać mogła także coraz większa mobilność prywatnego kapitału długoterminowego oraz spekulacyjne przepływy kapitału krótkoterminowego (utrudniały one działania władz monetarnych w zakresie utrzymania parytetów).

Analizowany okres 1946–1958 cechowała wysoka dynamika PKB w niemal wszystkich krajach – zarówno będących członkami MFW, jak i pozostających poza tą organizacją. Wzrost gospodarczy cechowały jednocześnie duże różnice (rysunek 1.3).

Rysunek 1.3. Dynamika PKB państw europejskich w latach 1946–1960 (1948 = 1)



Źródło: Groningen Growth and Development Centre [2021].

Dość wysoka była też stopa inflacji – średnia dla najwyżej rozwiniętych państw[15] wynosiła 3,9%, ale tu także występowały duże różnice: średnia stopa inflacji w RFN w latach 1946–1958 wynosiła 2,1%, a we Francji czy Włoszech odpowiednio 5,6% i 5,9%. System stałego kursu walutowego jako „stabilizującej kotwicy" nie wszędzie był zatem skuteczny. Wysoka inflacja powodowała, iż realny kurs walutowy istotnie różnił się od nominalnego, co dotyczyło przede wszystkich Włoch.

Oceny systemu z Bretton Woods formułowane na przestrzeni dekad ulegały zmianie. W ostatnich latach badacze zaczęli zwracać uwagę na kilka podstawowych kwestii, które zdaniem Bordo [1993] można zamknąć w następujących kategoriach: dostosowanie, płynność i zaufanie. W pierwszym przypadku chodzi o procesy dostosowawcze bilansu płatniczego obejmujące zmiany kursu walutowego lub zjawiska deflacyjno-inflacyjne. W przypadku stałych kursów, w kraju „deficytowym" dostosowanie powinno następować poprzez zmiany cen i płac, czemu nie sprzyjały jednak polityka pełnego zatrudnienia i obawy przed bezrobociem w latach 50. i później. Dostosowanie opierało się raczej na dyskrecjonalnej polityce monetarnej i fiskalnej, a także na polityce dochodowej i bezpośredniej kontroli handlu. Zmiany kursów stały się „mechanizmem ostatniej szansy" i jedynie w końcu lat 40. XX w. wiele państw zdecydowało się na silne dewaluacje (można

[15] Chodzi o USA, Wielką Brytanię, Niemcy, Francję, Japonię, Kanadę i Włochy [Bordo, 1993].

tu jeszcze wspomnieć o „ukrytej" dewaluacji francuskiego franka z sierpnia 1957 r. o 20%, która została zatwierdzona w czerwcu 1958 r., oraz o kolejnej dewaluacji z grudnia 1958 r. o 17,6%). W przypadku płynności chodziło o stworzenie rezerw międzynarodowych pozwalających unikać zakłóceń w krótkim okresie, w długim z kolei dających czas na dostosowanie. Rezerwy te okazały się jednak zbyt małe, by sfinansować wzrost produkcji i handlu. Zasób złota monetarnego w skali globalnej stał się niewystarczający już pod koniec lat 50. XX w., podobnie jak podaż dolarów amerykańskich, która zależała od bilansu płatniczego USA. Problem zaufania wiązał się zaś z zagwarantowaniem wymienialności dolara na złoto. W tym przypadku brak zaufania pogłębiał się wraz z coraz większymi kwotami niespłaconych przez USA zobowiązań dolarowych wobec innych państw i dysproporcjami w stosunku do zasobów złota monetarnego znajdujących się w posiadaniu tego kraju. Sytuacja ta zaostrzyła się w latach 60. XX w., kiedy – podobnie jak w okresie międzywojennym – zaczęło korodować zaufanie do wymienialności dolara na złoto. Na problem zaufania składały się dwa aspekty: asymetria dostosowania między krajami deficytowymi i nadwyżkowymi oraz asymetria dostosowań między Stanami Zjednoczonymi jako centrum systemu a resztą świata. Do 1959 r. zasoby złota monetarnego USA odpowiadały całkowitym zobowiązaniom dolarowym, w kolejnych latach (zwłaszcza od 1964 r.) oficjalne zagraniczne zobowiązania dolarowe tego kraju wykraczały już poza jego zasoby złota monetarnego.

Forrest Capie [2013] z kolei pisał, że zaprojektowany system nie został *de facto* uruchomiony, ponieważ świat nie funkcjonował tak, jak zakładali uczestnicy konferencji z Bretton Woods. MFW rozpoczął działalność dopiero w 1947 r. Od razu stało się też jasne, że okres przejściowy na dostosowanie kursów będzie dłuższy, niż zakładano. Jeśli idzie o podstawę walutową, to w rzeczywistości przyjęto standard stałego kursu opartego na dolarze, a nie system równoważnych walut. Istotą porozumień z Bretton Woods było zapewnienie przez MFW pomocy krajom członkowskim w zarządzaniu bilansem płatniczym w sposób zgodny ze stabilnymi kursami walutowymi oraz udzielanie kredytów w razie potrzeby. Fundusz do końca zadań tych nie wypełniał. Wyzwaniem dla członków MFW stało się stworzenie warunków sprzyjających swobodnej wymienialności walut w odniesieniu do transakcji na rachunku bieżącym [Capie, 2013].

Ronald McKinnon [1988] stoi na stanowisku, że zasad z Bretton Woods nie przestrzegano *de facto* wcale, a w najlepszym razie przez bardzo krótki czas. Wskazuje on, że według architektów porządek walutowy składać się miał z następujących elementów: stałego kursu waluty krajowej w złocie lub walucie powiązanej ze złotem; utrzymywania kursu w granicach 1% jego wartości nominalnej w krótkim okresie; wymienialności walut w operacjach na rachunku bieżącym przy stosowa-

niu kontroli obrotów kapitałowych; korzystania z oficjalnych rezerw i kredytów MFW w przypadku krótkoterminowych nierównowag płatniczych oraz interwencji na krajowym rynku walutowym sterylizujących efekty monetarne. Jednocześnie każdy kraj mógł prowadzić własną politykę cenową i politykę zatrudnienia, co mogło skutkować różnymi stopami inflacji. Oznaczało to wymóg długoterminowej elastyczności kursu walutowego. USA okazały się jedynym krajem, który mógł rzeczywiście zachowywać się autonomicznie, inne kraje znalazły się w „kaftanie bezpieczeństwa", gdzie przestrzeń do realizowania narodowej makroautonomii była ograniczona [McKinnon, 1988]. McKinnon twierdzi, że reguły z Bretton Woods nie weszły w życie, ponieważ nie przewidziano, co oczywiste, wpływu Planu Marshalla oraz skali zagrożenia komunizmem. Plan Marshalla wypełnił lukę dolarową oraz przyczynił się do ustabilizowania walut i przywrócenia równowagi bilansu handlowego, częściowo kosztem produkcji i zatrudnienia. W głównej mierze doprowadził jednak do zmiany podstaw międzynarodowego systemu monetarnego.

Przy formułowaniu oceny projektu z Bretton Woods należy uwzględniać oczywisty fakt, że podczas wojny trudno było nakreślić zestaw uniwersalnych reguł, które sprawdziłyby się w nowej rzeczywistości. Na „projekcję" twórców systemu z Bretton Woods wpływały także, o czym wspominano, doświadczenia międzywojenne, z charakterystycznymi dla nich niestabilnymi warunkami walutowymi. Krytyczny wobec zasady stałych kursów Martin Feldstein [1993] pisał, że należało stworzyć system, w którym kursy walut byłyby ustalane przez rynek, tymczasem przyjęto reguły na pierwszy rzut oka atrakcyjne, ale trudne (niemożliwe) do trwałego zastosowania.

Przywołane wyżej krytyczne uwagi nie zmieniają faktu, iż stworzony w Bretton Woods system, wraz ze wspomagającymi go instytucjami w postaci MFW i MBOiR, stanowił ramy międzynarodowego porządku walutowego w trudnym okresie po II wojnie światowej. Przy wskazanych wyżej niedoskonałościach stał się on dla państw Europy Zachodniej jednym z fundamentów prosperity gospodarczej i harmonijnego – zwłaszcza na tle doświadczeń międzywojennych – rozwoju stosunków handlowych i finansowych.

1.4. Zakończenie

Gospodarka europejska po II wojnie światowej została odbudowana m.in. za sprawą szerokiego systemu reguł i instytucji. System z Bretton Woods stworzono w celu rozwiązania potencjalnych problemów – jego architekci chcieli zbudować zbiór zasad, który łączyłyby zalety klasycznego standardu złota (stabilny kurs

walutowy) z elementami płynnych kursów, dających większą niezależność krajowym politykom pieniężnym i strategii pełnego zatrudnienia. W ten sposób chciano wyeliminować wady reżimu stałego kursu, opartego na złotym standardzie w postaci podporządkowania krajowej polityki pieniężnej dyktatowi równowagi zewnętrznej i międzynarodowej transmisji cyklu koniunkturalnego. Nowy porządek miał być oparty na regulowanym systemie stałych parytetów, które można było zmieniać tylko w przypadku fundamentalnego braku równowagi. Waluty miały być równe, jeśli idzie o zastosowanie w międzynarodowych relacjach finansowych, a ich kurs powinien wynikać z parytetu powiązanego ze złotem i dolarem amerykańskim. Akceptowano przejściowe (trzyletnie) ograniczenie wymienialności walut w zakresie obrotów bieżących oraz dłuższy okres kontroli państw nad przepływami kapitału. Kluczem do uporządkowania międzynarodowych stosunków gospodarczych miała stać się zatem w istotnym stopniu sfera monetarna.

Rzeczywisty porządek walutowy okazał się pod wieloma względami odmienny od wizji jego twórców. Zamiast równych walut wdrożono system złotego dolara, choć początkowo system bazował także na funcie. Rola funta jako waluty rezerwowej, rozliczeniowej, stosowanej w obrotach prywatnych wyraźnie jednak malała, swoje znaczenie utrzymał on w obszarze bloku szterlingowego. Z kolei zastosowanie dolara rosło, od lat 50. XX w. jego zasadnicza rola jako waluty interwencyjnej, przy pełnej wymienialności, sprawiła, że stał się on podstawą rezerwy międzynarodowej.

Kolejną różnicą między założeniami a rzeczywistością była ewolucja systemu kursowego od wariantu regulowanego ku systemowi stałego kursu. Przy nierównowadze zewnętrznej wiele państw dokonało dość poważnych dewaluacji w latach 1948–1949, nieco mniejszych w latach 50. (dewaluacje francuskie z 1957 i 1958 r.), niewielkie rewaluacje przeprowadziły Niemcy i Holandia w 1961 r. Doświadczenia brytyjskie i francuskie z 1949 r. spowodowały, że w kolejnych latach władze monetarne obawiały się ryzyka związanego z „dyskretnymi" zmianami parytetów. Obawy te wynikały z przekonania o utracie prestiżu czy prawdopodobieństwa, że podobną ścieżką podążą inni albo wystąpią spekulacyjne przepływy finansowe.

Duże znaczenie dla projektu z Bretton Woods miała pamięć o ułomnościach międzynarodowego systemu walutowego funkcjonującego w okresie międzywojennym. Współczesne badania wskazują, że część tych wyobrażeń była błędna, w tym m.in. wyolbrzymianie szkodliwości dewaluacji stosowanej zgodnie z zasadą „zubażania" sąsiada; za dewaluacjami często szła też ekspansywna polityka pieniężna – ekspansywna jak na międzywojenne standardy, generująca ożywienie gospodarek. Możliwe, że projekt z Bretton Woods wyglądałby nieco inaczej, gdyby wiedza o międzywojennej rzeczywistości była pełniejsza i wolna od błędów.

Czas funkcjonowania systemu z Bretton Woods przypadł na dwie dekady „nadzwyczajnego" wzrostu europejskiej gospodarki (wysoka stopa PKB, niskie bezrobocie i malejąca inflacja), zwłaszcza niemieckiej i austriackiej, a także włoskiej. Z istotnymi problemami strukturalnymi borykała się natomiast gospodarka brytyjska. Czy zatem system ten był rzeczywiście ważny dla odbudowy europejskiego ładu gospodarczego? Odpowiedź na to pytanie nie jest oczywista, niemniej w kontekście badanego okresu, tj. lat 1946–1958, stwierdzić można, że najważniejsze źródła osiągniętego w tym zakresie sukcesu leżały poza systemem z Bretton Woods, a rola MFW była relatywnie bierna. W przypadku „złotych" gospodarek dużo większe znaczenie miały czynniki natury strukturalnej, a dopiero w dalszej kolejności Plan Marshalla i EPU. System z Bretton Woods zaczął działać skuteczniej wraz z wprowadzeniem przez państwa Europy Zachodniej wymienialności walut pod koniec 1958 r.

Bibliografia

Aldcroft, D.H. (1978). *The European Economy 1914–1970*. London: Croom Helm.

Aldcroft, D.H. (2002). Currency Stabilization in the 1920s: Success of Failure?, *Economic Issues*, 7(2), s. 83–102.

Bordo, M.D. (1993). The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview. W: *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (s. 3–108), M.D. Bordo, B. Eichengreen (Eds.). Chicago–London: University of Chicago Press.

Cairncross, A., Eichengreen, B. (1983). *Sterling in Decline: The Devaluations of 1931, 1949 and 1967*. Oxford: Basil Blackwell.

Capie, F. (2013). Development and Evolution of International Financial Architecture. W: *Handbook of Safeguarding Global Financial Stability. Political, Social, Cultural and Economic Theories and Models* (s. 393–400), G. Caprio (Ed.). Boston: Elsevier.

Cassel, G. (1935). Problem równowagi, *Gazeta Bankowa*, 4, s. 53–56.

DeLong, J.B., Eichengreen, B. (1991). *Marshall Plan – History's Most Successful Structural Adjustments Program*, http://www.j-bradford-delong.net/pdf_files/Marshall_Large.pdf (dostęp: 20.10.2021).

Dimsdale, N.H. (1981). British Monetary Policy and The Exchange Rate 1920–1938, *Oxford Economic Papers*, 33, s. 306–349.

Dłubis, K. (2005). Plan Marshalla, *Bank i Kredyt*, 5, s. 62–73.

Eichengreen, B., Sachs, J. (1985). Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s, *The Journal of Economic History*, 45(4), s. 925–946.

Einzig, P. (1934). *Exchange Control*. London: Macmillan and Company.

Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.

Gardner, R.N. (1969). *Sterling Dollar Diplomacy*. New York: McGraw-Hill.

Gardner, R.N. (1972). The Political Setting. W: *Bretton Woods Revisited. Evaluations of the International Monetary Fund and the International Bank for Reconstruction and Development* (s. 20–33), A.L.K. Acheson, J.F. Chant, M.F.J. Prachowny (Eds.). Toronto: University of Toronto Press.

Groningen Growth and Development Centre (2021). *Maddison Database 2010*, https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/releases/maddison-database-2010 (dostęp: 5.03.2022).

Humphrey, T.M. (2001). Monetary Policy Frameworks and Indicators for the Federal Reserve in the 1920s, *FRB of Richmond, Economic Quarterly*, 87/1, s. 65–92, http://richmondfed.org.publications/research (dostęp: 15.01.2022).

James, H. (2004). A Historical Perspective on the International Monetary System. W: *60 Years of Bretton Woods – The Governance of the International Financial System – Looking Ahead* (s. 51–63), P. Mooslechner, E. Gnan (Eds.). Vienna: Oesterreichische Nationalbank Conferece, https://www.reinventingbrettonwoods.org/project/60-years-of-bretton-woods-governance-of-the-international-financial-system-looking-ahead (dostęp: 15.02.2022).

Johnston, L., Williamson, S.H. (2022). *What Was the US GDP Then*?, www.measuringworth.com (dostęp: 10.03.2022).

Kaczmarek, T.T. (1997). *Cud gospodarczy Niemiec. Ludwiga Erharda koncepcja społecznej gospodarki rynkowej*. Warszawa: Fundacja Ludwiga Erharda.

Karpiński, Z. (1928). *Waluta złota i pozłacana*. Warszawa: Drukarnia M.S. Wojsk.

Karpiński, Z. (1962). Międzynarodowe organizacje finansowe, *Sprawy Międzynarodowe*, 7, s. 76–83.

Keynes, J.M. (1940). *How to Pay for the War: A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer*. London: Macmillan and Co. Limited, https://fraser.stlouisfed.org/title/6021 (dostęp: 28.04.2022).

Kindleberger, Ch.P. (1973). *The World in Depression 1929–1939*. Berkeley: University of California Press.

Klever, H. (1936). Po upadku bloku złotego, *Gazeta Bankowa*, 19–20, s. 324–326.

Lawrence, H.O. (2022a). *Exchange Rates Between the United States Dollar and Forty-One Currencies*, https://www.measuringworth.com/index.php (dostęp: 8.04.2022).

Lawrence, H.O. (2022b). *Dollar-Pound Exchange Rate From 1791*, https://www.measuringworth.com/index.php (dostęp: 10.04.2022).

League of Nations (1920). *Report of the International Financial Conference (1920: Brussels, Belgium)*, www.archive.org/details/brussels (dostęp: 10.11.2021).

League of Nations (1945). *Annuaire Statistique de la Société des Nations 1942/1944*. Geneva: League of Nations.

Leszczyńska, C. (2013). *Polska polityka pieniężna i walutowa w latach 1924–1936. W systemie Gold Exchange Standard*. Warszawa: Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego.

Materski, W. (1981). Konferencja Narodów Zjednoczonych w Bretton Woods i Związek Radziecki, *Dzieje Najnowsze*, 4, s. 29–42.

McKinnon, R. (1988). An International Gold Standard without Gold, *Cato Journal*, 8, s. 351–373.

Meade, J. (1940). *The Economic Basis of a Durable Peace*. London: Oxford University Press.

Milward, A.S. (1984). *The Reconstruction of Western Europe 1945–1951*. London: Methuen.
Mitchell, B.R. (1998). *International Historical Statistics: Europe 1750–1993*. London: Stockton Press.
Młynarski, F. (1928). *Złoto i banki biletowe*. Warszawa: Nakładem Tygodnika „Przemysł i Handel".
Moggridge, D.E., Howson, S. (1974). Keynes on Monetary Policy, 1910–1946, *Oxford Economic Papers*, 26(2), s. 226–247.
Morawski, W. (2002). *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*. Warszawa: Trio.
Mundell, R. (1969). The International Monetary Fund, *Journal of World Trade Law*, 3, s. 455–497.
National Archives (2022). *Marshall Plan (1949)*, https://www.archives.gov/milestone-documents/marshall-plan (dostęp: 12.03.2022).
Oliver, R.W. (1971). Early Plans for a World Bank, *Princeton Studies in International Finance*, 29, s. 1–49.
Pełczyński, J.J. (1936). Polityka monetarna tu i tam, *Gazeta Bankowa*, 4–5, s. 72–73.
Rybarski, R. (1922). *Marka polska i złoty Polski*. Warszawa: Nakładem Księgarni i Składu Nut Perzyński, Niklewicz i S-ka.
Saxon, J.M. (1922). *The Genoa Conference. Economic and Financial Conference*, https://archive.org/details/genoaconference00milluoft (dostęp: 22.11.2021).
Scammell, W.A. (1976). *International Monetary Policy: Bretton Woods and After*. New York: Wiley.
Steil, B. (2013). *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*. Princeton: Princeton University Press.
Świdrowski, J. (1938). Zagadnienie reglamentacji dewizowej i kursu waluty, *Ruch Prawniczy i Ekonomiczny*, 3, s. 350–360.
Triffin, R. (1957). *Europe and the Money Muddle*. New Haven: Yale University Press.
Umowa o utworzeniu Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju Gospodarczego, zawarta w Bretton Woods dnia 22 lipca 1944 r. (Dz.U. 1948, nr 40, poz. 292).
Umowa o utworzeniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego, zawarta w Bretton Woods dnia 22 lipca 1944 r. (Dz.U. 1948, nr 40, poz. 290).
Wajszczuk, J.J. (2005). *Międzynarodowe środowisko finansowe. Kierunki instytucjonalizacji*. Warszawa: Key Text.

THE PRINCIPLES OF THE BRETTON WOODS SYSTEM AND THE MONETARY POLICIES OF WESTERN EUROPEAN COUNTRIES DURING 1946–1958

Abstract

The subject of the study concerns three aspects: the Bretton Woods (BW) provisions on the international monetary order, the implementation of the BW principles in Western countries in 1946–1958, and the reasons for the "divergence" between the reality and assumptions. The aim of the paper is the identification of the real meaning of the BW provisions for the monetary policies of Western countries in 1946–1958. Implementing the provisions turned out to be much more difficult than expected. This period was characterised by the "dollar gap", the non-convertibility of many currencies, adjustable exchange rates and deep devaluations, balance of payments imbalances, and the important role of bilateralism in foreign trade. Full convertibility of the currencies of Western countries was introduced in 1958. This situation weakened the position and prestige of the International Monetary Fund (IMF). Instead, the Marshall Plan and the European Payments Union, not the IMF, played a much more important role in overcoming the problems of the first decade 1946–1958.

Keywords: European Payments Union, International Monetary Fund, Marshall Plan, Bretton Woods System

JEL Classification: N10, N14, N20, N24

Rozdział 2

FUNKCJONOWANIE MECHANIZMU WALUTOWEGO Z BRETTON WOODS W WYBRANYCH PAŃSTWACH EUROPEJSKICH

Henryk Bąk

Abstrakt

W opracowaniu przedstawiono koncepcje międzynarodowej współpracy walutowej (plan Keynesa i plan White'a) stanowiące punkt wyjścia do wypracowania mechanizmu walutowego z Bretton Woods. Zagadnienia dotyczące funkcjonowania tego systemu w latach 60. XX w. omówiono na przykładzie Wielkiej Brytanii, Francji i RFN, a częściowo też USA, w tym stopniowe przechodzenie na standard dolarowy po wprowadzeniu dwupoziomowej ceny złota, co dokonało się w pełni po zawieszeniu wymienialności dolara na złoto. Następnie przeanalizowano wady konstrukcyjne mechanizmu z Bretton Woods oraz dające się zaobserwować na tym tle przyczyny jego upadku, a także nieład (chaos) walutowy, jaki powstał w latach 70. XX w. Można stwierdzić, że istotną wadą systemu walutowego z Bretton Woods było oparcie go na jednej w praktyce walucie narodowe (dolar amerykański) i ułomne powiązanie systemu ze złotem. Aktualne są też wnioski wynikające z planu Keynesa.

Słowa kluczowe: bilans płatniczy, dylemat Triffina, mechanizm kursowy, plan Keynesa, rezerwy walutowe, system walutowy

Kody JEL: N10, N14, N20, N24

2.1. Wprowadzenie

W opracowaniu przeanalizowany został system walutowy z Bretton Woods, obejmujący w wąskim zakresie mechanizm kursowy oraz reguły wymienialności pieniądza krajowego. Po zaprezentowaniu koncepcji międzynarodowej współpracy walutowej nakreślono reguły systemu walutowego sformułowane w statucie Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW). Główny akcent w opracowaniu został położony na analizę funkcjonowania tego systemu w latach 60. XX w. w Wielkiej Brytanii, Francji i RFN, a częściowo też w USA z uwagi na emitowanie przez ten kraj kluczowej dla całego systemu waluty. Następnie omówiono wady konstrukcyjne mechanizmu walutowego z Bretton Woods jako ułomnej formy standardu waluty dewizowo-złotej oraz przyczyny jego upadku. Przybliżenie powyższych zagadnień jest niezbędne dla zrozumienia problemów wzajemnej koordynacji kursów walutowych jako jednego z kluczowych instrumentów utrzymania równowagi zewnętrznej w gospodarce światowej.

W 1914 r., po rozpoczęciu I wojny światowej, w państwach europejskich uczestniczących w wojnie zawieszony został mechanizm walutowy oparty na standardzie złota, który zapewniał stabilność pieniądza krajowego w państwach przestrzegających reguł waluty złotej. Po zakończeniu wojny poszczególne państwa europejskie obciążone ogromnymi wydatkami budżetowymi nie były w stanie zapanować nad rosnącą presją inflacyjną, która w niektórych krajach przeszła w fazę hiperinflacji. W tej sytuacji utrzymujący się do I wojny światowej mit waluty złotej został wzmocniony, mimo że mechanizm ten prowadził przeważnie do deflacji hamującej wzrost gospodarczy i utrwalającej bezrobocie. Po międzynarodowej konferencji, która odbyła się w 1922 r. w Genui, czołowe państwa europejskie uzgodniły, że dokonany zostanie powrót do waluty opartej na złocie, ale w zmodyfikowanej formie, zaproponowanej na początku XIX w. przez Davida Ricardo, czyli do waluty sztabowo-złotej w przypadku państw zaawansowanych gospodarczo lub też do jej bardziej ułomnej formy, czyli systemu dewizowo-złotego[1]. Większość państw zachodnioeuropejskich wprowadziła w II połowie lat 20. XX w. standard sztabowo-złoty, co oznaczało wyższą wiarygodność waluty danego kraju i utrzymywanie jej przez banki centralne jako rezerwy dewizowej.

[1] System sztabowo-złoty (*gold bullion standard*) oznaczał, że pieniądz danego kraju był przez banki centralne wymieniany na sztaby złota monetarnego (zawierające najczęściej 400 uncji trojańskich złota, czyli sztaby o wadze ok. 12 kg), standard dewizowo-złoty (*gold exchange standard*) umożliwiał natomiast utrzymywanie rezerw walutowych w dewizach wymienianych na sztaby złota, co pozwalało zachować w tym przypadku pośrednią wymienialność na złoto.

System ten funkcjonował w Europie stosunkowo krótko, gdyż w warunkach światowego kryzysu gospodarczego we wrześniu 1931 r. Wielka Brytania zawiesiła wymienialność funta szterlinga na złoto, co doprowadziło do deprecjacji funta w krótkim okresie o 31%[2]. Wiele innych państw powiązanych gospodarczo z Wielką Brytanią zdecydowało się na podobny krok, zachowując wymienialność własnej waluty na funta szterlinga. Monetarną funkcję złota próbowała utrzymać Francja, tworząc w 1933 r. – po fiasku międzynarodowej konferencji w Londynie w sprawie stabilizacji kursów walutowych – z czołowymi państwami dawnej Łacińskiej Unii Monetarnej, a także z Polską, tzw. Złoty Blok, co przyczyniło się do pogłębienia recesji gospodarczej tych krajów. Po przeprowadzonej w 1936 r. dewaluacji franka francuskiego o 30% blok w praktyce załamał się [Morawski, 2002, s. 155–164]. Bez wątpienia zawirowania na rynku walutowo-finansowym, a także wprowadzane bariery handlowe i dewizowe przyczyniły się do pogłębienia kryzysu gospodarczego lat 30. XX w., a wraz z nim załamały się przedsięwzięcia zmierzające w kierunku przywrócenia międzynarodowego ładu walutowego opartego na standardzie złota.

Na podstawie doświadczeń wyniesionych z okresu międzywojennego można wysnuć ogólny wniosek, że dla utrzymania ładu walutowego w gospodarce światowej niezbędne jest utrzymywanie międzynarodowej współpracy walutowej oraz wzajemne koordynowanie polityki ekonomicznej państw emitujących kluczowe dla gospodarki światowej waluty.

2.2. Koncepcje międzynarodowej współpracy walutowej

O międzynarodowym ładzie walutowym można mówić wówczas, gdy poszczególne kraje stosują zbieżne mechanizmy kształtowania kursu pieniądza narodowego względem pieniądza międzynarodowego, zezwalają w podobnym zakresie na wymienialność papierowego pieniądza krajowego na pieniądz międzynarodowy, a także utrzymują stosowne rezerwy w pieniądzu międzynarodowym, stabilizujące zarówno wartość pieniądza papierowego, jak i wspomagające stabilizację sytuacji gospodarczej kraju.

[2] Bezpośrednio po zawieszeniu wymienialności funta na złoto jego kurs spadł do poziomu 3,69 USD, czyli o 24%, a od 1932 r. był stabilizowany przez Dewizowy Rachunek Wyrównawczy (*Exchange Equalization Account*) na poziomie 3,4–3,5 USD. Wraz z postępującą od 1933 r. deprecjacją dolara względem złota funt stopniowo umacniał się, dochodząc w 1934 r. nawet do 5 USD. W okresie poprzedzającym wybuch wojny kurs funta spadł jednak z poziomu 4,68 USD do 4,27 USD [Jachowicz, 2018, s. 234, 238 i 245].

Po wybuchu II wojny światowej John Keynes powrócił do prac nad projektem ustanowienia międzynarodowego ładu walutowego[3], postulując utworzenie unii walutowej, która w zmodyfikowanej formie została w kwietniu 1943 r. zaprezentowana jako brytyjska koncepcja utworzenia Międzynarodowej Unii Clearingowej[4]. Projekt ten zostanie niżej pokrótce omówiony, gdyż w dyskusjach prowadzonych w latach 60. XX w. nad kierunkami reformy międzynarodowego systemu walutowego, a także w późniejszym okresie, wielokrotnie do niego nawiązywano[5].

Plan Keynesa zakładał oparcie przyszłego światowego systemu walutowego na kreacji przez Międzynarodową Unię Clearingową międzynarodowego bankowego pieniądza rozrachunkowego – określonego roboczo jako „bancor" – oraz na rozliczeniach, które dokonywane byłyby przez powyższą instytucję, której założycielem mieliby być członkowie Narodów Zjednoczonych. Do Unii mogłyby sukcesywnie dołączać też inne państwa.

Keynes już w opublikowanym w 1923 r. opracowaniu *A Tract on Monetary Reform* wypowiedział się przeciwko standardowi złota, stwierdzając, że jest on „barbarzyńskim reliktem przeszłości", ale nie sformułował wówczas spójnej koncepcji międzynarodowego pieniądza kierowanego. W latach 20. XX w., w okresie silnych napięć na rynku walutowo-pieniężnym, nie było warunków do powszechnego zakwestionowania roli złota jako podstawy stabilizacji wartości pieniądza. Keynes dostrzegał wysoką psychologiczną wartość, jaką ludzie przypisywali złotu, przy jednoczesnej znacznej asymetrii między krajami w dysponowaniu rezerwami złota, która uległa pogłębieniu w efekcie II wojny światowej, a także niewystarczające w stosunku do potrzeb monetarnych świata wydobycie tego kruszcu. W koncepcji Unii Clearingowej złoto mogłoby być wykorzystywane dodatkowo przez poszczególne kraje zarówno w obiegu wewnętrznym, jak i w płatnościach międzynarodowych, w tym także do nabycia bancorów, ale nie odwrotnie, tzn. bancora nie można byłoby wymienić w Unii na złoto.

Postulowana przez Keynesa Międzynarodowa Unia Clearingowa dokonywałaby wzajemnych rozliczeń obrotów między państwami członkowskimi oraz kreowałaby międzynarodowy pieniądz niezależny (bancor) służący celom rozrachunkowym nieskompensowanych sald tych obrotów do wysokości przyznanego przez Radę

---

3 Keynes już w *Traktacie o pieniądzu* (*A Treatise of Money*) z 1930 r. proponował utworzenie ponadnarodowego banku, który miałby prawo kreowania uniwersalnego pieniądza rezerwowego SBM. Problem dochodzenia przez Keynesa do koncepcji unii clearingowej przedstawił Skidelsky [2003, s. 125–151] w eseju *Keynes Road to Bretton Woods. An Essay in Interpretation*.

4 *Proposals for an International Clearing Union* – propozycja rządu brytyjskiego z kwietnia 1943 r., określana w praktyce jako „plan Keynesa" [Williams, 1945, s. 263–279].

5 Różne koncepcje przebudowy międzynarodowego systemu walutowego wraz z ich oceną ekspercką, w tym także pełną wersję planu Keynesa, można znaleźć w pracy *World Monetary Reform. Plans and Issues* wydanej przez Grubela [1963, s. 446].

Zarządzającą Unii limitu kredytowego. Bancor miałby ustalony stały parytet w złocie, ale nie byłby wymienialny na złoto. Jego kreacja byłaby powiązana nie z rezerwami złota, a z wielkością międzynarodowych obrotów eksportowo-importowych członków Unii. Keynes zaproponował, aby początkowa kreacja bancora stanowiła 75% światowych średnich obrotów eksportowych i importowych z ostatnich trzech lat przed wojną. Obroty te szacowano wówczas na 48 mld USD. Światowa kreacja bancora wyniosłaby więc 36 mld USD przy założeniu, że wszystkie kraje przystąpiłyby do Unii [Halm, 1945, s. 90][6]. Każdy jej uczestnik otrzymałby przydział kwoty bancorów wyznaczony proporcjonalnie do swoich obrotów międzynarodowych. Bancorami regulowane byłyby deficyty bilansu płatniczego, co oznacza, że rozliczano by w ten sposób salda do wysokości przyznanych kwot. Gdy deficyt przekroczyłby połowę kwoty, to Rada Zarządzająca Unii mogłaby zażądać zabezpieczenia w formie rezerw dewizowych lub obligacji skarbowych danego państwa, a także wprowadzenia określonych instrumentów w celu ograniczenia deficytu. W przypadku narastania deficytu i przekroczenia trzech czwartych przyznanej kwoty wymagano by od kraju podjęcia ostrzejszych działań i zredukowania deficytu w ciągu 2 lat. Podobne środki przewidziano też w odniesieniu do kraju, którego nadwyżka salda w Unii przekroczyłaby połowę przyznanej kwoty, wówczas Rada Zarządzająca Unii proponowałby podjęcie działań zmierzających w kierunku zwiększenia importu (obniżki taryf celnych, rewaluacja kursu względem bancora itp.). Wprowadzenie bancora do międzynarodowych rozliczeń nie oznaczałoby więc, że złoto straciłoby na znaczeniu jako pieniądz rezerwowy. Każdy uczestnik Unii ustalałby stały kurs swojej waluty względem bancora z możliwością jego zmiany (dewaluacji lub rewaluacji) jako instrumentu polityki gospodarczej prowadzącej do przywrócenia równowagi bilansu płatniczego.

Zadania Unii nie ograniczałyby się wyłącznie do kwestii rozliczeniowych. Według koncepcji Keynesa Unia powinna odgrywać aktywną rolę zarówno w równoważeniu obrotów międzynarodowych, jak i w stymulowaniu ich rozwoju. Dla utrzymania międzynarodowego ładu walutowego niezbędne byłoby także utworzenie innych instytucji, w tym urzędu zarządzającego zapasami surowców w celu stabilizowania ich cen (Commodity Control), a także urzędu inwestycji międzynarodowych (Board for International Investment).

Odpowiedzią ze strony USA na plan Keynesa była koncepcja utworzenia Międzynarodowego Funduszu Stabilizacyjnego (plan White'a)[7]. Amerykanie uważali,

---

6 W dyskusjach wymieniano też niższą kwotę (rzędu 30–35 mld USD), która w opinii Williamsa [1945, s. XX] byłaby nadal zdecydowanie za wysoka.

7 *Preliminary Draft Outline of a Proposal for an International Stabilization Fund of the United and Associated Nations* z lipca 1943 r. [Williams, 1945, s. 242–262].

że wprowadzenie bancora doprowadziłoby do inflacji oraz przerzucenia ciężaru równoważenia bilansu płatniczego na kraje nadwyżkowe.

W przeciwieństwie do planu Keynesa plan White'a nie przewidywał kreacji międzynarodowego niezależnego pieniądza bankowego ani utworzenia międzynarodowej instytucji spełniającej w pewnym zakresie funkcję światowego banku centralnego, zajmującej się rozliczaniem skomasowanych sald obrotów zagranicznych. Pieniądzem międzynarodowym miały pozostać złoto oraz waluty wymienialne na ten kruszec. W planie tym przewidziano utworzenie Międzynarodowego Funduszu Stabilizacyjnego, którego główne zadania obejmowałyby nadzór nad stabilnością kursów walutowych, wspomaganie procesów równoważenia bilansów płatniczych krajów członkowskich Funduszu oraz wspieranie działań zmierzających w kierunku usunięcia wszelkich barier handlowych, a także restrykcji i ograniczeń w obrocie kapitałowym z zagranicą oraz w obrocie dewizowym z myślą o relatywnie szybkim doprowadzeniu do pełnej wymienialności walut. Kursy walutowe byłyby sztywne względem złota, ale w przypadku występowania fundamentalnej nierównowagi bilansu płatniczego mogłaby zostać przeprowadzona korekta parytetu za zgodą trzech czwartych głosów członków Funduszu[8]. Jednostką monetarną Funduszu byłby unitas równy 10 USD przy sztywnym parytecie dolara względem złota. Zmiana ceny złota (czyli parytetu dolara w złocie) mogłaby zostać przeprowadzona w wyjątkowej sytuacji za zgodą 85% głosów członkowskich. Kapitał początkowy Funduszu miałby wynosić co najmniej 5 mld USD i składałby się z wpłat (kwot) w złocie oraz w walutach (papierach wartościowych) krajów członkowskich, przy czym wysokość wpłaty w złocie wynosiłaby 30–50% kwoty ustalanej na podstawie wysokości rezerw dewizowych w relacji do kwoty danego państwa członkowskiego [Halm, 1945, s. 207–209]. W sytuacji braku płynnych środków kraj członkowski mógłby zakupić za własną walutę dewizy lub złoto, przekraczając własną kwotę maksymalnie o 100% przy spełnieniu określonych warunków. Ze względu na potencjał amerykańskiej gospodarki oraz poziom zgromadzonych rezerw złota, USA dysponowałyby najwyższą kwotą w Funduszu i największą liczbą głosów. Większość decyzji podejmowanych przez Fundusz uzależniona byłaby od zgody władz amerykańskich.

8 W ciągu pierwszych trzech lat działalności Funduszu można byłoby skorygować kurs w wysokości do 10% po przeprowadzeniu konsultacji z Funduszem lub też wystąpić do Funduszu o ustalenie w porozumieniu z większością krajów członkowskich nowego poziomu kursu [Halm, 1945, s. 210–211].

2.3. Reguły systemu walutowego z Bretton Woods

Mechanizm walutowy z Bretton Woods, obejmujący reguły polityki kursowej oraz wymienialności walut, oparty został w znacznej mierze na planie White'a. W kwietniu 1944 r. zaprezentowano uzgodniony przez ekspertów dokument w sprawie ustanowienia Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW)[9], a końcowe (wiążące) postanowienie o powołaniu MFW oraz Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju (MBOiR) zapadło na międzynarodowej konferencji Narodów Zjednoczonych w sprawach monetarnych i finansowych w Bretton Woods, która odbyła się w dniach 1–22 lipca 1944 r.[10].

MFW stał się instytucją międzynarodową wzorowaną na koncepcji amerykańskiej, ale w wielu kwestiach pierwotne stanowisko z planu White'a zostało znacznie złagodzone. Dotyczyło to w szczególności kwestii ustalania i zmieniania kursów walutowych (parytetu walutowego), możliwości zastosowania okresu przejściowego poprzez szerokie wykorzystywanie restrykcji dewizowych, wprowadzenia klauzuli o walutach deficytowych dającej prawo do ograniczania płatności w walutach deficytowych, usunięcia obowiązku liberalizacji obrotów kapitałowych, zniesieniu wymogu wymienialności poszczególnych walut narodowych na złoto, a także obniżenia wysokości kwoty wpłacanej do Funduszu w złocie (do 25% przyznanej kwoty; pozostałą część, tj. 75% kwoty, wpłacano do MFW w walucie narodowej). Rozwiązania te w porównaniu z planem White'a miały charakter ustępstw poczynionych w kierunku propozycji brytyjskiej.

Reguły polityki kursowej zostały sformułowane w art. IV statutu MFW. Każdy kraj członkowski Funduszu zobowiązywał się do ustanowienia stałego parytetu pieniądza krajowego w złocie lub też w relacji do dolara amerykańskiego (przy parytecie dolara z 1 lipca 1944 r., czyli przy cenie złota wynoszącej 35 USD za uncję trojańską). Wprowadzając możliwość ustalania parytetu także w dolarach amerykańskich, odstąpiono od dokonanych wcześniej w grupie eksperckiej uzgodnień przewidujących ustalanie parytetu tylko w złocie, bez uprzywilejowywania jakiejkolwiek waluty narodowej [Williams, 1945, s. 232]. W ten sposób dolar amerykański stał się kluczową walutą systemu z Bretton Woods, spełniając funkcję zarówno waluty rezerwowej, jak i waluty transakcyjnej, rozliczeniowej (płatniczej) oraz lokacyjnej.

---

9 *Joint Statement by Experts of the Establishment of an International Monetary Fund* [Williams, 1945, s. 228–236].

10 *Agreement for an International Monetary Fund and an International Bank for Reconstruction and Development* [Williams, 1945, s. 298–391].

Państwa członkowskie Funduszu zobowiązały się do współpracy z władzami MFW w celu utrzymywania stałych kursów walutowych, zachowania uporządkowanych stosunków walutowych oraz unikania zmian kursowych wspierających konkurencyjność międzynarodową własnej gospodarki. Zmiana kursu parytetowego mogła dokonać się tylko na wniosek danego państwa w porozumieniu z Funduszem w sytuacji występowania fundamentalnej nierównowagi. W przypadku zmiany kursu do 10% (łącznie z wcześniejszymi jego korektami) w porównaniu z kursem wyjściowym MFW nie mógł zgłosić sprzeciwu. Przy skumulowanej zmianie kursu do 20% Fundusz mógł się sprzeciwić (przedstawiając swoje stanowisko w ciągu trzech dni), o ile z analizy MFW wynikało, że wprowadzona zmiana nie przyczyni się do przywrócenia równowagi zewnętrznej. Z kolei w przypadku propozycji zmiany kursu o więcej niż 20% MFW miał prawo do zajęcia stanowiska (przeanalizowania skutków zmiany kursów) w dłuższym okresie.

Niektóre państwa członkowskie Funduszu ustaliły parytet swoich walut względem złota 18 grudnia 1946 r. Były to przeważnie parytety kursowe z okresu przedwojennego, nieuwzględniające inflacji z okresu wojny i tuż po wojnie, co oznacza, że kluczowe waluty europejskie, czyli funt szterling i frank francuski, zostały wówczas przeszacowane. Kurs funta został ustalony w wysokości 4,03 USD, czyli na poziomie kursu niewymienialnego (poza strefą szterlingową) funta z okresu wojny, gdy tymczasem kurs funta rynkowego (wymienialnego) kształtował się na poziomie ok. 3,5 USD. W efekcie finansowania działań wojennych przez rząd brytyjski doszło do odpływu znacznej części rezerw złota. Wzrosły także zobowiązania wobec zagranicy (*sterling balances*), sięgające na koniec 1945 r. 3,5 mld GBP. Gospodarka brytyjska znajdowała się w trudnym położeniu i dla jej podratowania Keynes uzyskał wówczas wsparcie kredytowe ze strony USA i Kanady na kwotę wynoszącą łącznie 5,65 mld USD, ale pod warunkiem wprowadzenia w 1947 r. wymienialności funta szterlinga po kursie oficjalnym, co zostało zresztą uczynione w połowie lipca tego roku. W rezultacie rezerwy szterlingowe zostały zamienione przez kraje wierzycielskie na dolary amerykańskie (w tym przez takie kraje jak Holandia i Belgia), co uszczupliło brytyjskie rezerwy walutowe o ok. 4 mld USD. W tej sytuacji władze w dniu 20 sierpnia 1947 r. zawiesiły wymienialność funta szterlinga [Jachowicz, 2018, s. 245–253; Pietrzak, 1984, s. 107–110].

Nieudana próba wprowadzenia wymienialności funta szterlinga uwidoczniła z jednej strony siłę oddziaływania „głodu dolarowego", z drugiej zaś fakt, że wprowadzenie wymienialności walut w okresie przejściowym (do 1952 r.) nie będzie możliwe ani też pożądane ze strony władz MFW. O ile w 1937 r. brytyjskie rezerwy międzynarodowe (walutowe) brutto stanowiły 81,2% wartości importu i pokrywały w 49,6% podaż pieniądza, o tyle w 1949 r. wskaźniki te wynosiły odpowiednio

20,6% w zakresie pokrycia importu i 12,1% w odniesieniu do podaży pieniądza [Triffin, 1964, s. 72]. W ciągu dwóch lat, liczonych od kwietnia 1948 r., Wielka Brytania otrzymała też 2,4 mld USD w ramach pomocy z Planu Marshalla, ale dla podtrzymania międzynarodowej konkurencyjności gospodarki we wrześniu 1949 r. zmuszona została do przeprowadzenia dewaluacji funta o 30,5%. W ślad za nią dewaluacji dokonało 12 państw zachodnioeuropejskich, a także inne kraje powiązane gospodarczo z Wielką Brytanią w ramach strefy szterlingowej [Morawski, 2002, s. 182–186].

Do kluczowych kwestii w powojennej odbudowie gospodarki francuskiej należało opanowanie wysokiej inflacji. W latach 1944–1949 wskaźnik wzrostu cen wyniósł 400%, a wskaźnik wzrostu cen hurtowych osiągnął poziom 600%. Od początku 1944 r. notowano też silny wzrost płac, sięgający od końca 1943 r. do 1948 r. 470% [Denizet, 1981, s. 57–58]. Jednocześnie ustalony przez aliantów w okresie wojny administracyjny kurs walutowy dolara wyrażony we frankach francuskich (FRF) wynoszący 50 FRF/USD był zbyt niski w porównaniu z kursami wolnorynkowymi. Kurs parytetowy zarejestrowany 18 grudnia 1946 r. w MFW względem amerykańskiego dolara wynosił 119,107 FRF. W warunkach wysokiej inflacji nie odpowiadał on już realiom gospodarczym i po 13 miesiącach (26 stycznia 1948 r.) zdewaluowano franka o 44,4% (do poziomu 219,393 FRF/USD) [Währungen der Welt, 1988, s. 66]. W 1948 r. Francja i Wielka Brytania jako pierwsze kraje skorzystały z pomocy kredytowej MFW w celu przywrócenia równowagi zewnętrznej. Po zdewaluowaniu funta w 1949 r. Francja również zdewaluowała franka, ustalając nowy kurs na poziomie zbieżnym z kursem wolnorynkowym, czyli 350 FRF/USD. Znamienne jest, że po dwóch znacznych dewaluacjach franka oczekiwania inflacyjne wygasły i inflacja znacznie spadła [Denizet, 1981, s. 59]. W 1937 r. francuskie rezerwy walutowe w relacji do importu wynosiły 163,1%. Wskaźnik ten był dwukrotnie wyższy niż w przypadku gospodarki brytyjskiej, ale w porównaniu z podażą pieniądza był on ponad dwukrotnie niższy i wyniósł 24,1%. Wskaźniki te w 1949 r. były dla gospodarki francuskiej nieco niższe w porównaniu ze wskaźnikami dla gospodarki brytyjskiej i wynosiły odpowiednio 17,6% w relacji do importu oraz 7,5% w odniesieniu do podaży pieniądza [Triffin, 1964, s. 72].

Na podstawie doświadczeń tych dwóch kluczowych gospodarek zachodnioeuropejskich można wysnuć wniosek, że w sytuacji, gdy kraje były zmuszone do odbudowy zniszczonej infrastruktury gospodarczej (transportowej, energetycznej itp.), a z drugiej strony do rozwiązywania bieżących problemów gospodarczych, w szczególności budżetowych i związanych z finansowaniem niezbędnego importu, ustalanie stałych kursów walutowych (*par value*) było działaniem przedwczesnym.

W art. VIII statutu MFW sformułowane zostały podstawowe reguły wymienialności walut. Ze względu na nieprecyzyjne sformułowania zapis ten stwarzał wątpliwości interpretacyjne. Wymienialność waluty jest procesem odwrotnym do restrykcyjności reglamentacji dewizowej, która może mieć charakter podmiotowy, przedmiotowy, a także regionalny. Tak więc w różnych artykułach statutu (w szczególności w art. VI, VII i XIV) określono sytuacje dopuszczające wprowadzanie ograniczeń dewizowych[11]. Jako generalną zasadę przyjęto unikanie ograniczeń w odniesieniu do rozliczeń i transferów dotyczących bieżących transakcji międzynarodowych, w tym kredytów bankowych oraz handlowych, a także zakaz uczestnictwa państw członkowskich (bez zgody MFW) w porozumieniach walutowych dyskryminujących innych członków Funduszu. Wymienialność według art. VIII statutu MFW miała nieco szerszy zakres w porównaniu z wymienialnością zewnętrzną (dla nierezydentów, ale odnoszącą się wyłącznie do obrotów bieżących bilansu płatniczego), gdyż dotyczyła też swobody kredytowania bankowego (w niewielkim zakresie) i handlowego, co w handlu zagranicznym jest powszechnie przyjętą praktyką. Ogólnie można stwierdzić, że wprowadzając regułę wymienialności waluty w odniesieniu do obrotów bieżących bilansu płatniczego, a także możliwość stosowania różnych form restrykcji dewizowych, przyjęto propozycję brytyjską (z planu Keynesa), w której nie przewidywano obowiązku wymienialności w obrotach finansowych, umożliwiających przeprowadzanie spekulacji walutowych. Plan White'a zakładał natomiast wprowadzenie pełnej wymienialności walut, w zasadzie bez możliwości stosowania restrykcji dewizowych.

W systemie z Bretton Woods nie został wprowadzony obowiązek wymienialności pieniądza krajowego na złoto, jakkolwiek za złoto można było nabyć waluty po cenie określonej przez MFW. Decyzją prezydenta Trumana z 1947 r. USA zobowiązały się do wymiany dolarów na złoto, ale tylko w odniesieniu do banków centralnych lub instytucji centralnych państw członkowskich Funduszu.

Nieudany eksperyment w postaci wprowadzenia w 1947 r. wymienialności przez Wielką Brytanię, wymuszony przez USA, wskazuje, jak nierozważny był to krok w przypadku braku odpowiedniego poziomu rezerw walutowych oraz występowania nierównowagi w obszarze obrotów bieżących bilansu płatniczego. W art. VIII statutu zabrakło więc przede wszystkim sformułowania kryteriów, których spełnienie byłoby pewną gwarancją, że wymienialność krajowego pieniądza nie stworzy zagrożenia dla równowagi zewnętrznej, lecz sprzyjać będzie rozwojowi gospodarczemu. Istotnym czynnikiem łagodzącym skutki braku wzajemnej

[11] Zawiłości o charakterze prawno-ekonomicznym dotyczące wymienialności według wymogów MFW, posiłkując się opracowaniami Golda, szeroko omówiła Gotz-Kozierkiewicz [1990, s. 20–32].

wymienialności walut zachodnioeuropejskich był mechanizm rozliczeń sald walutowych stosowany w ramach Europejskiej Unii Płatniczej funkcjonującej w latach 1950–1958, a w przypadku Francji i Wielkiej Brytanii dodatkowo utrzymywanie dominującej pozycji waluty narodowej w ramach strefy walutowej odpowiednio franka francuskiego[12] i funta szterlinga[13].

Istotnym krokiem w kierunku wprowadzenia wymienialności walut państw zachodnioeuropejskich było utworzenie Europejskiej Unii Płatniczej (EUP). We wrześniu 1950 r. podpisano porozumienie o utworzeniu EUP rozliczającej wzajemne obroty 15 państw zachodnioeuropejskich należących do Organizacji Europejskiej Współpracy Gospodarczej (OEEC). Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) będący agentem Unii kompensował co miesiąc wzajemne obroty, realizowane od 1 lipca 1950 r. Obroty rejestrowane były w jednostkach rozliczeniowych równych dolarowi amerykańskiemu. BIS ustalał więc co miesiąc saldo dla każdego państwa w stosunku do wszystkich członków Unii. Każde państwo miało wyznaczony poziom salda kredytowego (kwotę), do którego wysokości mogło zadłużyć się w Unii. Skumulowane saldo ujemne było regulowane przez dłużniczy kraj względem Unii, a dodatnie saldo regulowała z kolei Unia [Rączkowski, 1984, s. 348–352]. Początkowo na ujemne saldo do 20% ustalonej kwoty Unia przyznawała automatycznie kredyt, deficyt powyżej 20% kwoty regulowano częściowo złotem (lub dolarami), a na pozostałą część ujemnego salda przyznawano kredyt, przy czym udział procentowy złota w regulacji deficytu rósł wraz ze wzrostem jego relacji do przyznanej kwoty. W 1954 r. uproszczono rozliczanie deficytu, przyjmując relację złota (dolarów) do kredytu na poziomie 50:50, a w sierpniu 1955 r. było to już 75:25. W ten sposób została wprowadzona w znacznej mierze wzajemna wymienialność walut, gdyż 75% deficytu było co miesiąc regulowane rezerwami dewizowymi (dolarami amerykańskimi). Z kolei kraj notujący nadwyżkę do 20% przyznanej kwoty udzielał Unii automatycznie kredytu, podczas gdy nadwyżka powyżej 20% była w połowie regulowana złotem (dolarami), a pozostałą część nadwyżki dany kraj kredytował [Tew, 1960, s. 106–109].

---

12 Po załamaniu się bloku złota Francja podjęła działania zmierzające w kierunku utworzenia strefy franka francuskiego obejmującej terytoria zależne od Francji, w których od grudnia 1945 r. stosowano franka kolonialnego CFA, mającego stały kurs względem franka francuskiego. W 1945 r. wprowadzono też franka CFP dla zamorskich kolonii francuskich na Pacyfiku. Po uzyskaniu niepodległości niektóre kraje afrykańskie pozostały przy franku CFA, by w 1962 r. utworzyć Zachodnioafrykańską Unię Walutową, a następnie Unię Środkowoafrykańską [Chrabonszczewska, 1989, s. 17–31].

13 Po zawieszeniu w 1931 r. wymienialności funta na złoto państwa utrzymujące swoje rezerwy dewizowe w Banku Anglii (kraje Brytyjskiej Wspólnoty Narodów, brytyjskie kolonie, a także inne państwa, szczególnie europejskie) stosowały we wzajemnych rozliczeniach funta szterlinga, tworząc blok szterlingowy, a następnie strefę szterlingową. W 1947 r. należało do niej 10 państw oraz 68 krajów (terytoriów zależnych od Wielkiej Brytanii). Strefa przestała funkcjonować po upłynnieniu funta szterlinga w czerwcu 1972 r. [Pietrzak, 1984, s. 75–85].

Mechanizm rozliczeń EUP, oparty na koncepcji izby rozrachunkowej, został krajom europejskim w zasadzie narzucony przez USA, które wyposażyły też Unię w kapitał obrotowy w wysokości 350 mln USD, pochodzący ze środków agencji administrującej Planem Marshalla (Economic Cooperation Administration). W początkowym okresie niektóre kraje miały trudności z utrzymaniem deficytu (w szczególności Wielka Brytania i Francja, a także Niemcy) w ramach przyznanych kwot. Kraje wierzycielskie (Belgia, Holandia, a w następnych latach również Niemcy) zgadzały się udzielać Unii dodatkowego kredytu ponad limit kwoty (*rallonge*), co stało się normalną praktyką. Poza tym limity kwotowe były też sukcesywnie podnoszone [Rączkowski, 1984, s. 350].

Mimo początkowych trudności umowa o EUP po dwóch latach obowiązywania była rokrocznie wznawiana i w znacznej mierze sprzyjała liberalizacji wzajemnych obrotów handlowych (co dokonywało się w ramach uzgodnień między krajami OEEC), a także ułatwiła wprowadzenie wymienialności walut tych państw.

Państwa zachodnioeuropejskie (14 państw) dopiero pod koniec 1958 r. (28 grudnia) ustanowiły zewnętrzną wymienialność swoich walut, czyli wymienialność dla nierezydentów środków pozyskanych w ramach obrotów bieżących bilansu płatniczego. EUP spełniła swoje zadanie i nie było potrzeby umowy w sprawie jej funkcjonowania dalej przedłużać[14]. Zawarto wówczas *European Monetary Agreement* na potrzeby wzajemnej współpracy walutowej, dokonywania wielostronnych rozliczeń, wspierania rozwoju handlu i wymienialności walut, a także udzielania gwarancji kursowych dla wzajemnych aktywów rezerwowych. Porozumienie, do którego przystąpiły też inne państwa członkowskie OECD, przedłużane było co trzy lata (do końca 1972 r.) [Rączkowski, 1979, s. 350–351].

Nieznaczne rozszerzanie zakresu wymienialności walut państw zachodnioeuropejskich w kierunku spełnienia wymogów art. VIII statutu MFW i akceptacja tych notyfikacji przez Fundusz dokonywane były sukcesywnie w latach 1961–1963[15]. Nierezydenci mogli więc swobodnie otwierać swoje rachunki w zagranicznych bankach, czego dokonywano głównie w londyńskim City, a to oznaczało z kolei wyraźne rozszerzenie skali „gorącego pieniądza".

EUP przyczyniła się w znacznej mierze do zdynamizowania zarówno wzajemnej wymiany gospodarczej między państwami zachodnioeuropejskimi, jak i do wymiany między tymi państwami a USA, co w początkowym okresie napędzane

---

14 W celu wsparcia wymienialności walut w 1959 r. podniesione zostały udziały w MFW o 50%, a w 1966 r. dodatkowo o 25%. Poza tym dodatkowy wkład wniosły też nowe państwa członkowskie Funduszu, których liczba do kwietnia 1966 r. wzrosła do 96 [Foltyński, 1970, s. 113–115].

15 Problem wymienialności według art. VIII statutu MFW, a w szczególności ukształtowaną w tym zakresie politykę władz Funduszu, szeroko omówił Pietrzak [2008, s. 176–184].

było przez dodatkowe zamówienia gospodarki amerykańskiej w Europie w związku z wybuchem wojny koreańskiej i przestawieniem się przemysłu metalurgicznego i maszynowego w USA na produkcję zbrojeniową. Skorzystała na tym manewrze także gospodarka niemiecka, mogąca pochwalić się długą tradycją w przemyśle maszynowym i precyzyjnym. Od kwietna 1951 r. odnotowywano w gospodarce niemieckiej dodatni bilans obrotów handlowych, co wkrótce przełożyło się na pozytywny bilans obrotów bieżących bilansu płatniczego [Erhard, 2011, s. 161]. Prowadzona przez Ludwiga Erharda polityka gospodarcza RFN od początku lat 50. XX w. miała silnie proeksportowy charakter, a to stosunkowo szybko zaczęło przynosić pozytywne rezultaty[16]. Indeks wolumenu eksportu w relacji do 1950 r. (1950 = 100) wyniósł w 1960 r. w RFN 431, we Francji – 204, w USA – 164, a w Wielkiej Brytanii zaledwie 121. Udział eksportu w światowym eksporcie wzrósł w RFN z poziomu 3,6% w 1950 r. do 10% w 1960 r., podczas gdy udział francuskiego eksportu wzrósł w tym okresie zaledwie o 0,4 p.p. (do 6%). Udział amerykańskiego eksportu nieznacznie zaś zmalał (z 18,3% do 17,9%), a udział brytyjskiego eksportu spadł z 11% do 8,8% [Erhard, 2011, s. 375 i 379].

2.4. Funkcjonowanie wybranych państw po wprowadzeniu wymienialności walut

Pod koniec lat 50. XX w. wywierano już naciski na władze niemieckie, aby zrewaluowały markę, co zostało ostatecznie przeprowadzone dopiero w marcu 1961 r., i to zaledwie o 5% (z 4,2 DEM/USD do 4,0 DEM/USD). W tej samej skali zrewaluowany został też wówczas holenderski gulden.

W momencie zakończenia działalności EUP (27 grudnia 1958 r.) skumulowane dodatnie saldo netto wyniosło w przypadku RFN ok. 4,5 mld USD (jednostek rozrachunkowych), dla Belgii i Luksemburga – po 1,2 mld USD, a na rachunku Holandii 557 mln USD. Skumulowany deficyt Francji wyniósł natomiast 2,9 mld USD, a w przypadku Wielkiej Brytanii prawie 1,4 mld USD [Müller-Armack, Hasse, Merx, Starbatty, 1971, s. 54].

Francuska gospodarka rozwijała się w I połowie lat 50. XX w. raczej słabo. W 1955 r. wzrosły inwestycje, a w następnym roku także wydatki zbrojeniowe, co przyczyniło się do wzrostu zarówno produkcji, jak i importu, a także cen. W latach 1957–1958 zaobserwowano we Francji trzecią od zakończenia II wojny światowej

[16] Sposób prowadzenia proeksportowej polityki naświetlił bezpośrednio sam Erhard [2011, s. 310–379] w swojej głównej pracy z 1957 r. *Wohlstand für Alle*. Tłumaczenie polskie na podstawie wydania z 1964 r.

inflację, wywołaną głównie nierównowagą budżetową i wzrostem płac. W 1958 r. inflacja wynosiła już 12,1%. W latach 1956–1957 wystąpił znaczny deficyt bilansu płatniczego, co zmusiło władze do podjęcia starań o pożyczkę z EUP, a także o wsparcie ze strony MFW. Środki w ramach dwóch umów *standby arrangements* przyznano Francji na ostrzejszych warunkach (w zakresie równoważenia gospodarki) w porównaniu z warunkami nałożonymi na Wielką Brytanię po kryzysie sueskim z 1956 r., co wpłynęło na postawę de Gaulle'a w zakresie podjęcia walki o przełamanie anglosaskiej dominacji w kwestiach monetarnych świata [Solomon, 1977, s. 24–25]. Francja, wykazując się fundamentalnym brakiem równowagi, w sierpniu 1957 r. wprowadziła narzut kursowy w wysokości 20%, co w zasadzie oznaczało dewaluację franka o 16,7%. Narzut kursowy został w czerwcu następnego roku włączony do kursu walutowego, a po zakończeniu działalności EUP, tj. 29 grudnia 1958 r., ponownie zdewaluowano franka o 14,9%, do poziomu 493,706 FRF/USD. Jednocześnie ustalono nowy parytet franka w złocie (parytet nie był zmieniany od 1946 r. mimo przeprowadzenia trzech dewaluacji franka), a 1 stycznia 1960 r. dokonano denominacji franka w relacji 100:1 [Währungen der Welt, 1988, s. 66 i 68], wprowadzając do obiegu nowego franka (FRF). W I połowie lat 60. sytuacja gospodarcza Francji była ustabilizowana.

Polityka gospodarcza Wielkiej Brytanii była w I połowie lat 60. XX w. podporządkowana utrzymaniu stabilności funta szterlinga oraz utrzymaniu aktywów na rachunkach szterlingowych. W latach 50. i na początku lat 60. władze brytyjskie prowadziły politykę wygładzania koniunktury gospodarczej, określaną mianem *stop and go policy*[17], w celu stabilizowania wartości funta szterlinga. Pod koniec lat 50. prowadzono restrykcyjną politykę fiskalną i monetarną, w wyniku której stopy procentowe na rynku brytyjskim były wyższe niż w USA, a aktywa na rachunkach dolarowych w londyńskich instytucjach wzrastały, co stabilizowało sytuację na rynku walutowo-pieniężnym. Z początkiem lat 60. zmieniono kierunek polityki gospodarczej w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego i zmniejszenia skali bezrobocia. Złagodzono więc politykę budżetową i pieniężną. W efekcie obniżki stóp procentowych kapitał krótkoterminowy zaczął z kraju odpływać [Jachowicz, 2014, s. 154–155]. W 1961 r. wystąpił kryzys funta szterlinga. Rezerwy dewizowe po okresie czteroletniego wzrostu obniżyły się wówczas o 339 mln GBP [Pietrzak, 1984, s. 140–143]. W celu ustabilizowania kursu funta ponownie zaostrzono poli-

[17] Polityka ta dotyczyła głównie hamowania popytu (polityka „stop") ze względu na zagrożenie deficytem bilansu płatniczego, mimo że w latach 1952–1958 bilans obrotów bieżących był przeważnie dodatni [Pietrzak, 1984, s. 120], gdyż po uruchomieniu w 1951 r. rynku dewizowego, a w 1954 r. giełdy złota, stopniowo zmniejszano ograniczenia w zakresie obrotu dewizowego, dotyczące głównie obszaru szterlingowego. Destabilizować gospodarkę brytyjską mogły więc przepływy kapitału krótkoterminowego, występujące głównie w strefie szterlingowej.

tykę gospodarczą oraz zaciągnięto kredyty w bankach centralnych z grupy państw G10 na kwotę 179 mln GBP, a następnie Bank Anglii zawarł umowę swapową z Fed o łącznej wartości 500 mln USD [Foltyński, 1970, s. 115]. Działania te ustabilizowały sytuację funta tylko na dwa lata (1962–1963). Polityka gospodarcza została w 1962 r. ponownie złagodzona, co z jednej strony poprawiło koniunkturę gospodarczą, z drugiej zaś przyczyniło się do wzrostu presji inflacyjnej. W październiku 1964 r. władzę przejęła Partia Pracy. Miesiąc później, gdy stało się oczywiste, że zostanie odnotowany znaczny deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego, nastąpił gwałtowny odpływ kapitału. Rozpoczął się najdłuższy kryzys funta szterlinga, trwający od końca 1964 r. do września 1969 r., w ramach którego odnotowano trzy ostre fazy. Deficyt bilansu płatniczego wyniósł w 1964 r. 695 mln GBP. Władze brytyjskie próbowały utrzymać stabilność funta szterlinga, zaciągając pożyczki w MFW, w tym ze środków udostępnionych Funduszowi w ramach GAB[18]. Pierwsza faza kryzysu osłabła pod koniec lipca 1965 r. po wprowadzeniu przedsięwzięć deflacyjnych. Druga faza zwiększonego odpływu kapitału utrzymywała się od kwietnia do września 1966 r., gdy rozbudzono oczekiwania związane z dewaluacją funta. W listopadzie 1967 r. zdewaluowano funta o 14,3% (z poziomu 2,8 USD do 2,4 USD)[19], co nie zahamowało jednak odpływu kapitału, mimo jednoczesnego zaostrzenia polityki deflacyjnej oraz zakomunikowania o uzyskaniu nowej pożyczki od MFW i banków centralnych w wysokości 3 mld USD. Nie zapobiegło to dalszemu pogłębianiu się deficytu bilansu płatniczego, który w 1968 r. osiągnął rekordowy wówczas poziom 1410 mln GBP. Funt szterling znalazł się wówczas w trzeciej fazie kryzysu walutowego [Pietrzak, 1984, s. 140–149]. Ucieczka kapitału z brytyjskiego rynku dewizowego trwała aż do upłynnienia we wrześniu 1969 r. kursu marki niemieckiej na okres czterech tygodni. Kryzys funta szterlinga sprawił, że do 1969 r. zagraniczne zadłużenie publiczne Wielkiej Brytanii wzrosło o ponad 8 mld USD. Dług ten został uregulowany na początku lat 70. w efekcie uzyskania nadwyżki w bilansie płatniczym [Pietrzak, 1984, s. 150–151].

Po przezwyciężeniu kryzysu z II połowy lat 50. Francja rozwijała się w następnych latach stosunkowo dobrze. Francuski PKB rósł w latach 60. XX w. (1961–1970)

---

18 W 1961 r. grupa 10 czołowych państw zachodnich (G10) postanowiła udzielić MFW pożyczki w wysokości 6 mld USD. Porozumienie *General Arrangement to Borrow* (GAB) weszło w życie w październiku 1962 r. i z tych środków Wielka Brytania uzyskała w 1964 r. pożyczkę rzędu 1 mld USD. Bank Anglii zawarł też dodatkową umowę z Fed, BIS i innymi bankami centralnymi w sprawie otwarcia linii kredytowej sięgającej 3 mld USD do wykorzystania w ciągu trzech lat [Foltyński, 1970, s. 115–116; Solomon, 1977, s. 43].

19 Z walut europejskich zdewaluowano wówczas w tej samej skali tylko irlandzkiego funta powiązanego z funtem szterlingiem mechanizmem izby walutowej, duńską koronę zdewaluowano natomiast o 7,9%. Poza tym zdewaluowane zostały niektóre waluty pozaeuropejskie strefy szterlingowej.

średniorocznie o 5,7% przy wzroście brytyjskiego PKB o zaledwie 2,8%, a niemieckiego o 4,4%[20]. Dynamicznie rosły też obroty francuskiego handlu zagranicznego. Istotnym czynnikiem wzrostu PKB we Francji był eksport towarów i usług, który latach 60. wzrastał średniorocznie o 9%, ale wzrost importu był jeszcze większy i wynosił wówczas średniorocznie 10,5% [EC, 2012, s. 48–49, 102 i 110]. Do kraju napływał kapitał zagraniczny krótko- i długoterminowy, mimo że de Gaulle wypowiadał się przeciwko amerykańskim bezpośrednim inwestycjom. Francuskie rezerwy dewizowe stanowiły w 1962 r. zabezpieczenie importu w wysokości 53,9%. Dla porównania w RFN było to 56,7%, w USA – 96,9%, a w Wielkiej Brytanii zaledwie 26,3%[21].

Wzrastające rezerwy dewizowe Francja zamieniała sukcesywnie na rezerwy złota monetarnego. Czołowym doradcą prezydenta ds. monetarnych był wówczas Jacques Rueff, gorący zwolennik waluty złotej, proponujący znaczne podniesienie oficjalnej ceny złota, nawet o 100%. Francuzi przodowali wówczas również w tezauryzacji złota na świecie[22]. Po wystąpieniu w 1967 r. z poolu złota Francja ostentacyjnie wymieniła rezerwy dolarowe na kruszec. W 1967 r. doszło jednak do recesji w USA i w RFN, co przyczyniło się też do osłabienia wzrostu gospodarczego we Francji i pogłębienia bezrobocia. Perspektywy zawodowe francuskiej młodzieży kończącej studia były wówczas mizerne i na wiosnę 1968 r. ruszyły w Paryżu protesty studenckie. W maju rozpoczął się strajk generalny, który objął nawet Bank Francji. W okresie przedkryzysowym Francja zamieniła większość płynnych rezerw dewizowych na mało płynne złoto w oczekiwaniu na wzrost oficjalnej ceny złota, tworząc w ten sposób „walutową linię Maginota" [Zajda, 1976, s. 896], ale oficjalna cena złota wówczas nie wzrosła. Wraz z pogłębianiem się społecznych niepokojów nasilał się odpływ krótkoterminowego kapitału. Już 30 maja 1968 r. Bank Francji wprowadził zakaz wywozu kapitału. Na rynkach dewizowych kurs franka ratowany był przez Fed i BIS. W czerwcu 1968 r. Bank Francji odsprzedał USA, RFN, Włochom i Szwajcarii złoto o wartości 400 mln USD. Po czerwcowych uzgodnieniach ze związkami zawodowymi w sprawie podwyżki wynagrodzeń o 10–15% sytuacja społeczna uspokoiła się, ale oczekiwania spekulantów w odniesieniu do dewaluacji franka nie wygasły. W czerwcu Bank Francji zawarł z Fed umowę swapową na 100 mln USD, której wartość była później stopniowo zwiększana

20 Dane Eurostatu w cenach stałych z 2005 r.

21 Relacja rezerw walutowych do podaży pieniądza wynosiła w 1962 r. we Francji 15,3%, w RFN – 48%, w Wielkiej Brytanii – 19%, a w USA zaledwie 11,4% [Triffin, 1964, s. 72].

22 W latach 1968–1972 tylko 16% produkcji złota przeznaczano na rezerwy walutowe, a resztę głównie na tezauryzację. Z puli prywatnej tezauryzacji szacowanej w 1968 r. na 20 tys. ton w rękach Francuzów znajdowało się 4,3 tys. ton (tyle samo w całej Azji), w pozostałych krajach Europy Zachodniej – 3,8 tys. ton, a w Ameryce Płn. i Płd. łącznie 3,9 tys. ton [Drabowski, 1976, s. 46–47].

i w listopadzie 1968 r. sięgnęła 1 mld USD. Poza tym Francja wykorzystała swoją transzę złota ulokowaną w MFW (745 mln USD), a także wierzytelności udostępnione Funduszowi w ramach GAB (140 mln USD). Rezerwy dewizowe wynoszące w kwietniu 1968 r. (bezpośrednio przed kryzysem) 6,9 mld USD spadły na koniec listopada do 4 mld USD [Solomon, 1977, s. 151–155][23]. Oczekiwania związane z dewaluacją franka nie wygasły, a w sierpniu 1968 r. pojawiła się dodatkowo presja na rewaluację niemieckiej marki. Francja ostatecznie 10 sierpnia 1969 r. zdewaluowała franka o 11,1%. Było to uzasadnione nie tyle brakiem fundamentalnej równowagi gospodarczej i istotną zmianą relacji cenowych (*terms of trade*), ile dążeniem do opanowania spekulacji walutowej.

RFN kontynuowała w latach 60. politykę proeksportowego rozwoju, ale w jej gospodarce zaczęły już pojawiać się wąskie gardła. Stopa bezrobocia spadła w 1960 r. do poziomu 1,3% i w następnych latach zeszła poniżej 1%. W gospodarce zatrudniano coraz więcej obcokrajowców (Włochów, Turków, Jugosłowian). Pozyskiwanie nowych rynków zbytu wymagało dokonywania inwestycji bezpośrednich za granicą. Tempo wzrostu PNB (w cenach z 1980 r.) osłabło z poziomu 6,8% średniorocznie w latach 1956–1960 do 4,7% w okresie 1961–1965 i do średnio 4,2% na rok w następnym pięcioleciu. Zmniejszyło się też saldo bilansu obrotów bieżących ze średniorocznego poziomu 5,7 mld DEM w latach 1956–1960 do 0,4 mld DEM w następnym pięcioleciu[24], ale w okresie 1966–1970 wzrosło do 8 mld DEM [Hampe, 1989, s. 136]. Rozpiętość wzrostu cen (deflatora) PNB w RFN w latach 1961–1966 w porównaniu z trzema innymi krajami zachodnioeuropejskimi (Francją, Wielką Brytanią i Włochami) uległa zmniejszeniu (3,6% w RFN wobec średnio 4,1% w pozostałych trzech krajach). Szybciej wzrastały w tym okresie w RFN jednostkowe koszty pracy w przemyśle (4,7% wobec średnio 2,4%), ale w latach 1967–1969 ich wzrost wyniósł zaledwie 0,7%, podczas gdy trzy wspomniane kraje odnotowały w tym zakresie nieznaczny wzrost do poziomu 2,7% [Emminger, 1976, s. 511]. Po wyborach parlamentarnych w listopadzie 1965 r. Ludwig Erhard objął ponownie stanowisko kanclerza. Swoje rządowe *expose* określił jako zwiastun „oszczędności i trzeźwości" (*Sparsamkeit und Nüchternheit*)[25]. Zapowiedział

23 W latach 1948–1968 rezerwy złota we Francji wzrosły z poziomu 0,5 mld USD do 5,2 mld USD (a niemieckie od zera do 4,3 mld USD). Na koniec 1969 r. francuskie rezerwy złota wynosiły 3,55 mld USD, w przypadku dewiz było to zaś 0,3 mld USD [Aschinger, 1971, s. 99 i 112].

24 W latach 1962–1966 saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego było nawet ujemne i wynosiło średniorocznie 1,2 mld DEM, co łączono z rewaluacją marki, a w 1965 r. deficyt sięgnął aż 6,2 mld DEM. Saldo bilansu płatniczego (saldo dewizowe) było w tym okresie średniorocznie nieznacznie dodatnie (0,6 mld DEM), co wynikało z napływu kapitału zagranicznego do gospodarki niemieckiej [Emminger, 1976, s. 509 i 512].

25 Z powyższego *expose* szeroko komentowane były dwie kwestie: po pierwsze to, że czas powojenny już się skończył i punkt odniesienia znajduje się nie za nami, lecz przed nami, a po drugie, że bar-

w nim wprowadzenie pakietu oszczędnościowego. Erharda zaniepokoiła sytuacja w handlu zagranicznym RFN, gdyż o ile w latach 1960–1964 nadwyżka wynosiła średnio 5,5 mld DEM, w 1964 r. nawet 6,1 mld DEM, o tyle w ciągu dziewięciu miesięcy 1965 r. wyniosła ona zaledwie 616 mln DEM [Erhard, 1988, s. 946]. Oszczędnościowy budżet na 1966 r. nie sprzyjał wzrostowi gospodarczemu. Choć wzrost PNB w 1964 r. wyniósł 6,6%, a w następnym roku 5,4%, to w 1966 r. było to już zaledwie 3%, a w 1967 r. odnotowano (po raz pierwszy od 1951 r.) niewielki spadek (o 0,1%) [Hampe, 1989, s. 134]. Erhard nie miał już wówczas poparcia dla swojej polityki i 1 grudnia 1966 r. złożył rezygnację z urzędu kanclerskiego.

W 1968 r. strona francuska zaczęła naciskać na władze RFN, aby dokonały rewaluacji marki. Minister gospodarki Karl Schiller był jednak wówczas temu przeciwny. Tylko w ciągu trzech listopadowych tygodni 1968 r. do RFN napłynęło ponad 9 mld DEM „gorącego pieniądza", a na przełomie kwietnia i maja 1969 r. w ciągu 10 dni ponad 16 mld DEM (głównie z Francji i Wielkiej Brytanii) [Emminger, 1976, s. 518–519]. Przed wrześniowymi wyborami do Bundestagu pojawiła się kolejna fala spekulacji i na krótko zostały zamknięte giełdy dewizowe, a następnie marka została upłynniona, co umożliwiło wyznaczenie nowego parytetu odpowiadającego aktualnym relacjom rynkowym. Marka została zrewaluowana 27 października 1969 r. o 9,3% (nowy kurs względem dolara wyniósł 3,66 DEM/USD). Ustalono też wyższy parytet w złocie. Marka została zresztą zrewaluowana również w grudniu 1971 r. i w lutym 1973 r., ale te kroki związane były z dokonującym się wówczas procesem faktycznego upadku systemu walutowego z Bretton Woods.

2.5. Wady konstrukcyjne systemu walutowego z Bretton Woods

System walutowy z Bretton Woods określano powszechnie jako standard dewizowo-złoty, ale było to w istocie rzeczy mylące, gdyż statut MFW nie nakładał na kraje członkowskie obowiązku wymienialności dewiz na złoto. USA jako główny propagator przyjętych w Bretton Woods rozwiązań zobowiązały się jednostronnie w 1947 r. do dokonywania zamiany dolarów na złoto, ale wyłącznie na potrzeby banków centralnych lub rządów państw członkowskich MFW. Funkcja złota została więc w polityce monetarnej ograniczona do instrumentu aktywów rezerwowych, a sam mechanizm przekształcił się po decyzji USA w istocie rzeczy standard dola-

dziej celowym i rozsądnym rozwiązaniem byłoby wydłużenie tygodniowego taryfowego czasu pracy o godzinę niż dyskutowanie o jego skróceniu [Erhard, 1988, s. 940–973].

rowo-złoty. Dolar amerykański stał się w ten sposób najbardziej pożądaną walutą świata, którą można było uregulować wszelkie zobowiązania.

Głównym problemem, szczególnie do połowy lat 50. XX w., był „głód dolarowy", czyli kwestia zapewnienia międzynarodowej płynności prywatnej (niewystarczający dopływ dolara USA na sfinansowanie importu i uregulowanie innych zobowiązań zagranicznych) i publicznej (obsługa długu i powiększanie oficjalnych aktywów rezerwowych). Obserwowany w następnym okresie wzrost międzynarodowej płynności, czyli stały dopływ dolarów na międzynarodowe rynki finansowe, przełożył się na deficyt bilansu płatniczego USA, co nie oznaczało jednak, że fundamenty amerykańskiej gospodarki uległy osłabieniu. W latach 1953–1957 deficyt bilansu płatniczego USA wynosił średniorocznie 1 mld USD, ale generował go głównie eksport kapitału długoterminowego (średnio 1,3 mld USD), bilans obrotów bieżących był natomiast nieznacznie dodatni. W latach 1958–1960 deficyt bilansu płatniczego wynosił średnio 3,6 mld USD i był spowodowany głównie wywozem kapitału, a także deficytem bilansu obrotów bieżących (0,9 mld USD) [Emminger, 1976, s. 522][26].

Zaspokajanie rosnących potrzeb dewizowych świata wymagałoby stałego utrzymywania deficytu bilansu płatniczego przez USA. W koncepcji systemu z Bretton Woods ujawniła się więc w istocie rzeczy wada konstrukcyjna, która w długim okresie powinna doprowadzić do jego destrukcji. Każdy kraj powinien wcześniej czy później zrównoważyć swój bilans płatniczy, co dotyczyło także USA. Zrównoważenie bilansu płatniczego przez ten kraj oznaczałoby jednak zablokowanie dopływu do gospodarki światowej strumienia dolarów jako pieniądza międzynarodowego. Teoretycy ekonomii międzynarodowej analizowali więc dylemat, czy USA powinny wówczas zaspokajać „głód dolarowy", pogłębiając swój deficyt bilansu płatniczego, czy też zrównoważyć bilans i odciąć gospodarkę światową od dopływu dolara spełniającego funkcję pieniądza międzynarodowego (dylemat Triffina). Problem ten uświadomiono sobie wraz z opublikowaną w 1960 r. przez Roberta Triffina pracą *Gold and the Dollar Crisis*, która wywołała też szeroką dyskusję nad kierunkami niezbędnych reform międzynarodowego systemu walutowego[27].

---

26 Szczegółowe dane dotyczące bilansu płatniczego USA za lata 1946–1965 wraz ze strukturą pozycji bieżących i kapitałowych zestawił Foltyński [1970, s. 121–122 i 126–128].

27 Triffin [1963, s. 18–37] przeanalizował szeroko rolę złota jako instrumentu zabezpieczenia systemu z Bretton Woods i doszedł do wniosku, że mechanizm ten musi się w przyszłości załamać. Sformułował jednocześnie projekt jego reformy, odwołujący się do planu Keynesa w kontekście kreacji papierowego złota (odpowiednik bancora) przez MFW, które wypierałoby z funkcji rezerw dewizowych waluty narodowe (dolara amerykańskiego oraz funta szterlinga, będącego pieniądzem rezerwowym w strefie szterlingowej) [Triffin, 1963, s. 38–54].

Głód dolara przyczynił się w pewnym zakresie do niedostrzegania asymetryczności systemu z Bretton Woods, co należy także uznać za jego wadę konstrukcyjną. Między USA a pozostałymi państwami występowała asymetria, gdyż kreowanie deficytu bilansu płatniczego USA było po wojnie i w latach 50. niezbędne do zapewnienia płynności międzynarodowej. Pozyskiwanie aktywów rezerwowych i powiększanie międzynarodowej płynności prywatnej poszczególnych krajów wymagało zatem ponoszenia kosztów. W przypadku USA dolary kreowane na potrzeby gospodarki światowej oznaczały dodatkowe zobowiązanie międzynarodowe. Stanowiło to więc kreowanie z niczego pieniądza kredytowego, którego rozwijająca się gospodarka światowa potrzebowała coraz więcej bez konieczności spłaty tego zobowiązania przez USA. Wymiana rezerw dolarowych na złoto monetarne oznaczała odpływ aktywów rezerwowych z kraju, czyli zmniejszenie jego korzyści z tytułu kreacji pieniądza kredytowego.

Rezerwy walutowe (głównie dolarowe), a także złota w państwach Europy Zachodniej już w latach 50. sukcesywnie rosły. Gromadzenie rezerw złota nabrało tempa w latach 60., choć jednocześnie rezerwy złota monetarnego w USA, stanowiące zabezpieczenie systemu dolarowo-złotego, stopniowo topniały. Problem zabezpieczenia płynności międzynarodowej w państwach zachodnich został w latach 60. XX w. w istotnej mierze złagodzony wraz z wprowadzeniem wymienialności walut zachodnioeuropejskich, gdy w rozliczeniach międzynarodowych zaczęto w coraz szerszym zakresie wykorzystywać inne waluty, w szczególności markę niemiecką. W II połowie lat 60. popyt na rezerwy dolarowe w Europie zachodniej znacznie się zmniejszył, a gospodarka amerykańska wykazywała rosnący deficyt bilansu płatniczego. Wzrastało więc zagrożenie sukcesywną utratą zaufania do dolara jako kluczowego aktywu rezerwowego.

Asymetryczny charakter miał też proces dostosowawczy nakreślony w statucie MFW. Kraj deficytowy mógł finansować swój deficyt bilansu płatniczego do wysokości skumulowanych rezerw dewizowych, a po ich wyczerpaniu zmuszony był najczęściej do skorzystania z pomocy zewnętrznej, w tym ze środków MFW. Udostępnianie środków finansowych przez MFW wiązało się z obowiązkiem realizacji ostrego programu dostosowawczego (oszczędnościowego). Kraj nadwyżkowy nie musiał natomiast podejmować żadnych działań dostosowawczych, aby zredukować nadwyżkę bilansu płatniczego. Przykład gospodarki niemieckiej wskazywał, że nawet dokonanie rewaluacji własnej waluty nie było wystarczające lub przynosiło krótkookresowe efekty w zakresie obniżania nadwyżki w obrotach bieżących bilansu płatniczego. Mechanizm dostosowawczy miał więc asymetryczny charakter.

Analizy przeprowadzone przez Triffina prowadziły do wniosku, że istotną wadą mechanizmu walutowego z Bretton Woods było ułomne powiązanie syste-

mu ze złotem. W praktyce nie istniał automatyzm złota zapewniający w dłuższym okresie utrzymanie równowagi zewnętrznej. Mechanizm ten nie działał w pełni na przełomie XIX i XX w. także w systemie waluty złotej, gdyż płace były już mało elastyczne w zakresie ich obniżki, ceny hurtowe w latach 1896–1913 znacznie wzrosły, a w strukturze podaży pieniądza udział złota sukcesywnie się obniżał[28]. Złoto stanowiło więc wówczas zabezpieczenie systemu pieniężnego, a nie instrument regulujący podaż pieniądza, który uruchamiałby automatyzm złota.

W 1949 r. rezerwy złota w USA wynosiły 24,6 mld USD, co stanowiło prawie 71% rezerw złota świata zachodniego. Rezerwy dolarowe na świecie osiągnęły wówczas wartość 8,2 mld USD. W 1959 r. rezerwy złota w USA spadły do poziomu 19,5 mld USD, co odpowiadało 48,5% światowych rezerw złota. Rezerwy dolarowe zagranicy (zobowiązania zagraniczne USA), wynoszące wówczas 21,6 mld USD, były już więc wyższe od amerykańskich rezerw złota [Triffin, 1963, s. 29]. W latach 60. rezerwy złota w USA ulegały dalszemu obniżaniu, do poziomu 10,9 mld USD w 1968 r. [Aschinger, 1971, s. 139]. Złoto monetarne do dyspozycji USA stawało się więc stopniowo coraz słabszym zabezpieczeniem międzynarodowych zobowiązań dolarowych.

W 1960 r. wystąpił pierwszy w okresie powojennym kryzys dolara. Po osłabieniu w latach 1958–1960 koniunktury gospodarczej i wzroście deficytu amerykańskiego bilansu płatniczego (z 3,4 mld USD w 1958 r. do 3,9 mld USD w następnych dwóch latach) wystąpił też znaczny odpływ złota z USA (w sumie 5,1 mld USD). Zmasowany atak na kurs dolara (na cenę dolarową złota) przeprowadzono już w październiku 1960 r., tuż przed wyborami prezydenckimi. Cena złota na giełdzie londyńskiej wzrosła wówczas na krótko do 40 USD za uncję [Aschinger, 1971, s. 160–162]. W ratowanie dolara zaangażowały się także banki centralne państw zachodnich, a USA postawiły do dyspozycji Banku Anglii złoto w celu dokonywania interwencji na rynku złota. Środki spekulantów były wówczas jeszcze zbyt małe, aby złamać potęgę amerykańskiej waluty. W celu ustabilizowania rynkowej ceny złota w relacji do jego ceny oficjalnej jesienią 1961 r. na giełdzie londyńskiej USA, pięć państw EWG, Wielka Brytania i Szwajcaria utworzyły *pool* złota. Państwa te stawiały do dyspozycji Banku Anglii złoto, proporcjonalnie do udziałów w poolu, w zamian za dolary w sytuacji wzrostu ceny złota na giełdzie londyńskiej powyżej jego ceny oficjalnej. Bank Anglii dokonywał też zakupów złota na giełdzie

[28] W trzech kluczowych krajach (USA, Wielkiej Brytanii i Francji) udział złota w podaży pieniądza obniżył się z 28% w 1872 r. do 10% w 1913 r. (a srebra z 13% do 3%), udział pieniądza kredytowego wzrósł natomiast w tym okresie z poziomu 59% do 87%. Sukcesywnie rosła też ilość złota jako rezerwy monetarnej, ale relacja rezerwy złota do pieniądza kredytowego (12%) nie zmieniła się [Triffin, 1964, s. 13 i 58–59].

w sytuacji odwrotnej. Państwa te zobowiązały się również do niedokonywania samodzielnych operacji na rynku złota. Do połowy 1967 r. *pool* wykazywał nawet niewielkie saldo dodatnie, ale w czerwcu tego roku z poolu wycofała się Francja. Po dewaluacji funta szterlinga w listopadzie 1967 r. wzrosły znacznie zakupy złota na cele pozamonetarne, a już w 1968 r. sięgnęły one prawie 3 mld USD[29]. Państwa tworzące *pool* nie chciały dalej pozbywać się swoich rezerw złota. Na konferencji prezesów banków centralnych poolu, która odbyła się w marcu 1968 r. w Waszyngtonie, podjęto decyzję o zaprzestaniu przez banki centralne interwencji na rynku złota, co oznaczało, że o jego cenie rynkowej miały od tej chwili decydować czynniki podażowo-popytowe. Jednocześnie uzgodniono, że oficjalne (pozarynkowe) operacje obrotu złotem banków centralnych (z wyjątkiem Banku Francji) będą realizowane po jego oficjalnej cenie. W ten sposób ukształtował się układ dwupoziomowej ceny złota [Aschinger, 1971, s. 124–127]. Do graczy na międzynarodowym rynku finansowym wysłany został jasny sygnał, że bez gruntownej reformy system walutowy z Bretton Woods wkrótce się załamie. Jednostronne powiązanie systemu walutowego ze złotem, którego podaż była zdecydowanie niewystarczająca dla dynamicznie rozwijających się gospodarek zachodnich, okazało się piętą achillesową tego systemu.

2.6. Upadek systemu walutowego z Bretton Woods

System walutowy uzgodniony w Bretton Woods opierał się na założeniu, że możliwe będzie utrzymanie stałych kursów walutowych z opcją skorygowania ich wobec braku fundamentalnej równowagi zewnętrznej. Był to więc mechanizm kursowy (*adjustable peg*), czyli zaczep (do złota lub dolara amerykańskiego), z możliwością elastycznej jego korekty. Stałe kursy nie miały charakteru rynkowego, lecz były ustalane przez władze gospodarcze. Były to więc kursy administrowane, ale utrzymanie stabilności kursu w notowaniach rynkowych wymagało, aby kurs oficjalny nie odbiegał znacznie od poziomu kursu równowagi długookresowej. Władza gospodarcza musiała więc mieć zapewnioną w pewnym zakresie kontrolę nad obrotem kapitałowym. Rynki dewizowe zaczęły w szerszym zakresie funkcjo-

[29] W latach 1950–1959 produkcję złota szacowano na kwotę 9,4 mld USD (sprzedaż złota przez ZSRR wynosiła dodatkowo 1,1 mld USD), z czego 5,24 mld USD zasiliło rezerwy monetarne. W okresie 1960–1969 produkcja złota wyniosła 15,4 mld USD (w tym 2,3 mld USD złoto radzieckie), z czego zaledwie 0,5 mld USD powiększyło rezerwy walutowe [Rączkowski, 1972, s. 318–319]. W 1969 r. rezerwy walutowe zachodnich banków centralnych wynosiły 77,7 mld USD, w tym złoto – 39 mld USD, dewizy – 31,9 mld USD (z czego rezerwy dolarowe 13 mld USD), a pozycja rezerwowa w MFW – 6,7 mld USD [Rączkowski, 1979, s. 286].

nować w państwach zachodnich po wprowadzeniu od końca 1958 r. zewnętrznej wymienialności walut[30]. Statut MFW przewidywał możliwość stosowania kontroli obrotów kapitałowych, ale w ramach OEEC, a następnie OECD przyjęto regulacje zobowiązujące swoich członków do szerokiej liberalizacji obrotów kapitałowych, co oznaczało, że waluty niektórych państw zachodnich stały się w latach 60. niemal w pełni wymienialne. Wraz z dynamicznym rozwojem gospodarczym w latach 50. i w I połowie lat 60. umacniała się płynność sektora prywatnego. Wolne środki finansowe lokowane były m.in. na rynku eurowalutowym, głównie w eurodolary. Lokaty te przynosiły relatywnie wyższy dochód niż inwestycje w papiery skarbowe[31]. Jednocześnie pożyczanie środków finansowych na rynku eurowalutowym (głównie eurodolarowym) było tańsze od kredytów bankowych [Bilski, 2006, s. 211–213]. O ile w 1964 r. wolumen kredytowy netto na tym rynku wynosił 10,8 mld USD (w tym wolumen eurodolarowy o wartości 9 mld USD), o tyle w 1970 r. osiągnął on już poziom 57 mld USD (eurodolary – 46 mld USD) [Aschinger, 1971, s. 300]. Środki finansowe ulokowane na rynku eurowalutowym mogły więc być wykorzystywane w celu przeprowadzania ataków spekulacyjnych na poszczególne waluty. Funt szterling broniony był w latach 60. przez trzy lata, a frank francuski przez 16 miesięcy. Obrona kursu tych walut nie mogła być skuteczna mimo wprowadzania coraz szerszych ograniczeń dewizowych[32]. Restrykcje dewizowe pojawiły się również w USA w 1968 r., gdy w sytuacji dobrej koniunktury wzrastał poziom inflacji i pogarszało się saldo obrotów bieżących, a także odnotowano znaczny deficyt budżetowy (głównie ze względu na wzrastające koszty wojny wietnamskiej). Krótkoterminowe zobowiązania USA wobec banków centralnych wzrosły z poziomu 12,5 mld USD w 1968 r. do ponad 20 mld USD w 1970 r., zobowiązania wobec innych finansowych instytucji zagranicznych w 1969 r. sięgnęły natomiast kwoty ponad 28 mld USD, ale w następnym roku spadły o ok. 7,5 mld USD [Rączkowski, 1972, s. 323].

30 Wielka Brytania uruchomiła rynek dewizowy już w 1951 r., ale wynikało to z nałożonego na londyńskie City wymogu dokonywania rozliczeń rachunków szterlingowych należących do uczestników tej strefy i innych krajów oraz rachunków amerykańskich. Od 1954 r. wprowadzano też stopniowo wymienialność w ramach rachunków szterlingowych. W latach 50. zaczęto w Londynie otwierać rachunki dolarowe dla nierezydentów, które miały eksterytorialny charakter. W ten sposób powstał rynek eurodolara. Po wprowadzeniu zewnętrznej wymienialności walut państw zachodnich ukształtował się rynek eurowalutowy, na którym wykorzystywano także inne waluty.

31 Londyńska stopa procentowa w przypadku 3-miesięczych depozytów eurodolarowych była w 1970 r. o ok. 1,5–2 p.p. wyższa od oprocentowania 3-miesięcznych weksli skarbowych USA [Aschinger, 1971, s. 308].

32 W 1968 r. Francuzi walizkami wywozili franki francuskie do Szwajcarii i Belgii, aby uniknąć skutków oczekiwanej dewaluacji franka [Solomon, 1977, s. 152].

Po rozwiązaniu poolu złota USA wynegocjowały z czołowymi bankami centralnymi grupy G10 porozumienie o nieprzeprowadzaniu konwersji rezerw dolarowych na złoto, co w istocie rzeczy oznaczało przejście na standard dolarowy [Lutkowski, 1983, s. 57]. Dalszy odpływ złota spowodowałby dewaluację dolara, czyli w praktyce podwyższenie ceny złota i równoważną utratę wartości rezerw dolarowych utrzymywanych przez poszczególne państwa. Amerykanie rozpoczęli w zasadzie już wtedy stopniowy proces demonetyzacji złota, ale formalnie parytet dolara do złota nie został jeszcze zmieniony.

System walutowy z Bretton Woods zaczął funkcjonować w państwach zachodnich w wymiarze określonym w statucie MFW od początku 1961 r., gdy wymienialność walut została poszerzona zgodnie z wymogami art. VIII Funduszu. Od początku lat 60. prowadzone były już ożywione dyskusje nad niezbędnym kierunkiem reformy systemu walutowego, które swoimi analizami zainicjował Triffin. W gronie ekspertów zajmujących się problematyką walutową stawało się już wówczas coraz bardziej oczywiste, że na dłuższą metę system walutowy z Bretton Woods bez głębokiej reformy nie przetrwa.

Triffin wykorzystał w swojej propozycji reformy walutowej koncepcję unii clearingowej z planu Keynesa, a także doświadczenia wyniesione z funkcjonowania Europejskiej Unii Płatniczej. Według propozycji Triffina MFW kreowałby pieniądz kredytowy, którego zabezpieczeniem byłyby oprocentowane depozyty (co najmniej 20% rezerw walutowych państw członkowskich MFW). Pula kredytów udzielanych przez Fundusz wzrastałaby rokrocznie o 3%, a kredyty byłyby przyznawane przez MFW niemal automatycznie[33].

W gronie państw G10 dyskutowana była w latach 1966–1967 koncepcja kolektywnej jednostki rezerwowej (Collective Reserve Unit, CRU). Ostatecznie uzgodniono, że MFW dokona kreacji międzynarodowego pieniądza rozrachunkowego w formie kredytowej, czyli praw ciągnienia, które to zostaną następnie rozdzielone między członków Funduszu. Po ratyfikowaniu pierwszej poprawki do statutu MFW został upoważniony do kreacji „specjalnych praw ciągnienia" (*special drawing rights*, SDR), równych co do wartości dolarowi USA przy ówczesnej cenie dolarowej złota (35 USD/uncję). SDR-y określane były w publicystyce mianem „papierowego złota". Głównym celem kreacji SDR-ów było zwiększenie rezerw dewizowych

[33] Szerokiego omówienia koncepcji Triffina i porównania jej z planami utworzenia unii clearingowej Keynesa dokonał Drabowski [1976]. Obu projektom zarzucano przede wszystkim inflacjogenny charakter. Roczny przyrost pieniądza kredytowego o 3% byłby jednak znacznie mniejszy niż przyrost bancorów, który według propozycji Keynesa miał być proporcjonalnie powiązany ze wzrostem obrotów międzynarodowych [Drabowski, 1976, s. 88–94]. Zob. też następny rozdział autorstwa Małgorzaty Korczyk.

członków MFW. W latach 1970–1972 wykreowano i rozdzielono wśród członków porozumienia w sprawie SDR-ów (w praktyce proporcjonalnie do udziałów w MFW) łącznie 9,3 mld SDR[34]. W 1973 r. ogólna kwota rezerw walutowych banków centralnych sięgnęła 152,3 mld SDR, z czego dewizy stanowiły 66,8% (w tym rezerwy dolarowe wynosiły 43,9% całości rezerw), złoto – 23,4%, pozycja rezerwowa w MFW – 4%, a SDR-y zaledwie 5,8% [Rączkowski, 1979, s. 286].

W 1970 r. pogorszyła się sytuacja w handlu zagranicznym USA. O ile w 1969 r. kapitał krótkoterminowy do USA napływał (6,7 mld USD), o tyle w następnym roku odnotowano jego znaczny odpływ (6,9 mld USD), a deficyt bilansu płatniczego wyniósł 10,7 mld USD [Emminger, 1976, s. 522]. W celu utrzymania kursów na rynku dewizowym w wąskim przedziale (±1%) banki centralne państw zachodnich zmuszone były do skupowania dolarów, a to nakręcało z kolei w tych krajach inflację. Marka niemiecka i holenderski gulden zostały już 10 maja 1971 r. upłynnione, co obowiązywało przez kolejnych kilka miesięcy, do 17 grudnia tego roku. W sierpniu 1971 r. rezerwy dolarowe banków centralnych wyniosły 40,7 mld USD, a rezerwy złota w USA spadły do poziomu 10,2 mld USD [Rączkowski, 1984, s. 285]. W tej sytuacji 15 sierpnia 1971 r. prezydent USA Richard Nixon zawiesił wymienialność dolara na złoto (a także na inne walory rezerwowe) oraz wprowadził opłatę importową w wysokości 10%[35]. Wiele państw zachodnich w dniach 23–24 sierpnia wprowadziło kurs płynny lub zawiesiło oficjalny kurs zakupu walut. W ten sposób dokonano bezpośredniego przejścia na mechanizm standardu dolarowego, ale bez czasowej możliwości oficjalnej wymiany aktywów dolarowych w USA na inne walory rezerwowe.

W grudniu 1971 r. na posiedzeniu państw członkowskich G10 zawarto Porozumienie Smithsoniańskie dotyczące modyfikacji międzynarodowego systemu walutowego. Podjęto wówczas decyzję o podniesieniu oficjalnej ceny złota do 38 USD za uncję (o 8,6%)[36] i w takim zakresie zostały zrewaluowane względem dolara frank francuski i funt szterling. Władze amerykańskie zgodziły się też znieść opłatę importową. Markę niemiecką zrewaluowano wówczas względem dolara o 13,6%, japońskiego jena – o 16,9%, a franka belgijskiego oraz guldena holenderskiego

34 Kraje wysoko rozwinięte nie odczuwały wówczas braku rezerw walutowych. Niewystarczająca płynność międzynarodowa była natomiast typowym zjawiskiem w grupie państw rozwijających się. Otrzymały one jednak niewielki przydział SDR-ów, gdyż ich udziały w MFW były znikome.

35 W 1971 r. nierównowaga zewnętrzna USA uległa dalszemu pogłębieniu. Deficyt obrotów bieżących wyniósł 6,3 mld USD, ujemne saldo obrotów kapitału krótkoterminowego wraz z obrotami niesklasyfikowanymi ukształtowało się na poziomie 19,8 mld USD, a deficyt bilansu płatniczego sięgnął 30,5 mld USD [Emminger, 1976, s. 522].

36 Podniesienie dolarowej ceny złota oznaczało obniżenie parytetu dolara w złocie o 7,9%. Różnice dotyczące wartości procentowych wynikają z paradoksu Siegela, czyli zastosowania różnej podstawy przy wyliczaniu względnej (procentowej) zmiany.

o 11,6%[37]. Jednocześnie rozszerzone zostało dopuszczalne pasmo wahań kursowych do ±2,25% dla walut wykorzystywanych w interwencjach walutowych oraz do ±4,5% w odniesieniu do pozostałych walut [Jurek, 2011, s. 124]. Działania te nie przyczyniły się do ustabilizowania sytuacji płatniczej USA. Po ogłoszeniu wstępnych danych o deficycie bilansu płatniczego USA za 1972 r. (10,2 mld USD) wzrosła skala odpływu kapitału krótkoterminowego z USA. Władze amerykańskie dokonały 12 lutego 1973 r. jednostronnie drugiej obniżki parytetu dolara w złocie o 10%, co oznaczało podniesienie dolarowej oficjalnej ceny złota o 11% do poziomu 42,2 USD za uncję, po czym kurs dolara, a także kursy innych kluczowych walut zostały upłynnione. W ten sposób system z Bretton Woods w praktyce definitywnie się załamał[38].

Państwa EWG podjęły już w kwietniu 1972 r. działania zmierzające w kierunku ustabilizowania wzajemnych kursów walutowych. Miał temu służyć o połowę węższy przedział wahań wzajemnych walut w porównaniu z rozszerzonym w 1971 r. przedziałem MFW o rozpiętości 2,25%. Mechanizm ten określano mianem „węża w tunelu". Powyższa decyzja była powiązana z realizacją pierwszego etapu planu Wernera dotyczącego ustanowienia od 1980 r. w EWG unii walutowej poprzez trwałe usztywnienie kursów walutowych. Po drugiej dewaluacji dolara, tj. od marca 1973 r., stosowano *floating* grupowy (węża walutowego) wobec dolara. W obliczu kryzysu gospodarczego, jaki wystąpił po szoku naftowym i wysokiej inflacji, utrzymanie stałych kursów niektórych walut (lira, franka francuskiego) w wąskim przedziale wahań okazało się niemożliwe. W II połowie lat 70. mechanizm stabilizowania wzajemnych kursów państw EWG załamał się. Na potrzeby wewnętrznych rozliczeń w ramach EWG wprowadzono Europejską Jednostkę Rozrachunkową. W 1978 r. wypracowano reguły Europejskiego Systemu Walutowego (ESW), które stosowano od marca 1979 r. Na ESW składały się trzy główne elementy: mechanizm kursowy (Exchange Rate Mechanism, ERM)[39], wspólna Europejska

---

37 Inne waluty zachodnioeuropejskie zostały zrewaluowane między 18 a 22 grudnia 1971 r. w mniejszej skali niż wzrost dolarowej ceny złota. Państwa zachodnie (z wyjątkiem USA) nie dokonały wówczas zmiany parytetu swoich walut w złocie. Ustalone zostały natomiast kursy centralne. Wielka Brytania już 22 czerwca 1972 r. kurs funta upłynniła [Währungen der Welt, 1988, s. 66–68].

38 W literaturze fachowej przyjmuje się najczęściej, że system z Bretton Woods załamał się w latach 1971–1973, ale stosowne zmiany w statucie MFW zostały uzgodnione dopiero w styczniu 1976 r. na posiedzeniu w Kingston na Jamajce. Podjęto decyzję m.in. o demonetyzacji złota, utworzeniu Funduszu Powierniczego i sprzedaży 25 mln uncji złota oraz wprowadzeniu możliwości stosowania różnych mechanizmów kursowych, ale przy interwencyjnym stabilizowaniu kursów walutowych względem kursu SDR. Zmiany w statucie MFW zaczęły obowiązywać od 1 kwietnia 1978 r. Kalendarium prac nad reformą Funduszu w latach 1971–1978 przedstawił Jurek [2011, s. 126–129].

39 Mechanizm ERM oznaczał stosowanie kursu stałego z horyzontalnym przedziałem wahań. W ramach tego mechanizmu ustalano kurs centralny każdej waluty ESW, określony względem ECU, oraz bilateralne kursy centralne. Wzajemne kursy rynkowe należało utrzymywać w podstawowym

Jednostka Monetarna (European Currency Unit, ECU), mająca charakter pieniężnej jednostki rozrachunkowej[40], oraz Europejski Fundusz Współpracy Walutowej, z którego finansowano wspólne interwencje walutowe. W ramach ESW funkcjonował w zasadzie mechanizm kursowy *adjustable peg*, czyli kurs okresowo stały z możliwością przeprowadzenia jego stosownej korekty po uzgodnieniach. Aż do 1987 r. kursy centralne były korygowane niemal rokrocznie [Chrabonszczewska, Kalicki, 1996, s. 121–129].

2.7. Zakończenie

Oceniając system walutowy z Bretton Woods należy podkreślić, że po początkowym okresie wdrażania i docierania się jego narzędzi w latach 40., wsparciu gospodarek zachodnich środkami z Planu Marshalla oraz po uruchomieniu Europejskiej Unii Płatniczej (EUP) w latach 50. mechanizm stałych kursów walutowych funkcjonował stosunkowo dobrze. Gospodarki państw zachodnioeuropejskich rozwijały się dynamicznie, ale w różnym tempie. Brak wzajemnej wymienialności walut był stopniowo łagodzony poprzez wielostronne rozliczenia w ramach EUP. Poza tym poszczególne państwa sukcesywnie wprowadzały liberalizację obrotów dewizowych dla podmiotów krajowych, a w przypadku Wielkiej Brytanii i RFN od 1954 r. dotyczyło to także określonych podmiotów zagranicznych. Wraz z wprowadzeniem wymienialności zewnętrznej walut zachodnioeuropejskich ujawniały się różnice dotyczące ich ekonomicznej mocy i międzynarodowego prestiżu. Poszczególne państwa realizowały w pierwszej kolejności cele polityki wewnętrznej (wzrost gospodarczy i likwidacja bezrobocia, a także kontrolowanie wzrostu cen z wykorzystaniem instrumentów polityki pieniężnej oraz dochodowej). Utrzymanie równowagi zewnętrznej nie było priorytetem. W latach 60. XX w. rozszerzano zakres wymienialności walut poprzez szeroką liberalizację obrotów kapitałowych, czym zainteresowane były w szczególności międzynarodowe korporacje i podmioty finansowe, a sam proces wspierały władze OECD. Jednocześnie dynamicznie rozwijał się rynek eurowalutowy, pozostający w zasadzie poza kontrolą władz monetarnych poszczególnych krajów. Na powyższe uwarunkowania nakładały się

paśmie wahań wynoszącym ±2,25% (a w przypadku walut słabych w paśmie ±6%). W 1993 r. rozszerzono je do ±15%.

40 ECU stanowiła monetarną jednostkę rozliczeniową w EWG. Była też wykorzystywana jako jednostka transakcyjna. Wartość ECU ustalona została na podstawie koszyka dziewięciu walut Wspólnoty. Koszyk walut ECU korygowany był co pięć lat (1984, 1989, 1994). W ECU wyrażano rezerwy dewizowe utrzymywane w Europejskim Funduszu Współpracy Walutowej oraz prowadzono rozliczenia wzajemne ze Wspólnotą. W 1999 r. zastąpiono go wspólną walutą euro.

zasygnalizowane wcześniej wady konstrukcyjne systemu walutowego. Szczególnie dotkliwy okazał się fakt, że złoto występowało w podwójnej roli, czyli jako aktywo rezerwowe, które miało sztywną oficjalną cenę dolarową ustaloną w 1934 r., oraz jako towar, którego koszty pozyskania sukcesywnie wzrastały. Od II połowy lat 50. coraz silniej wzrastał też popyt prywatny na złoto wykorzystywane w przemyśle oraz w celach tezauryzacyjnych.

Po przyjęciu uregulowań z Bretton Woods Młynarski sądził, że dokonany został istotny krok w kierunku wprowadzenia dewizy fiducjarnej, gdyż w takiej roli mogłyby występować niewymienialne jednostki pieniężne poszczególnych państw, wpłacane w postaci udziałów do MFW i wykorzystywane następnie przez Fundusz jako dewizy. Młynarski [1947, s. 56] uważał, że „emisja dewiz fiducjarnych stanowi najważniejszą zdobycz na przyszłość". Miał on świadomość, że złoto nie może być podstawą międzynarodowego systemu walutowego. Nie przypuszczał jednak wówczas, że USA jako najważniejszy udziałowiec MFW nie dopuszczą do wykorzystania na szerszą skalę niewymienialnych pieniędzy narodowych jako dewiz. Poza tym gospodarka światowa odczuwała wówczas silnie „głód dolara" – waluty, za którą można było kupić praktycznie każdy towar i uregulować wszelkie zobowiązania. Międzynarodowy pieniądz fiducjarny (SDR) został utworzony dopiero w momencie, gdy system walutowy *adjustable peg* chylił się ku upadkowi. Ponadto kreacja SDR-ów dokonana została w zbyt małej skali i rozdysponowana między państwa, które nie odczuwały wówczas problemów z dostępem do płynności międzynarodowej. Także następna kreacja SDR-ów w wysokości 12,1 mld SDR, przeprowadzona w latach 1979–1981, była symboliczna w stosunku do potrzeb krajów rozwijających się[41].

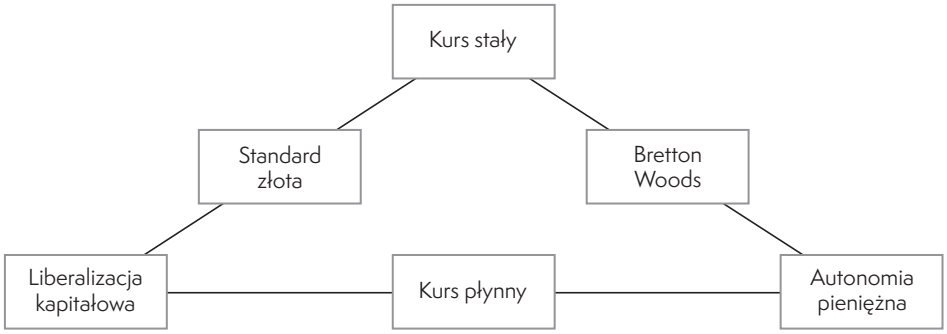
Problem wzajemnego powiązania mechanizmu kursowego i zakresu wymienialności waluty (zakresu liberalizacji kapitałowej) można przedstawić za pomocą trójkąta niespójności (niemożliwości), wynikającego z modelu Mundella–Fleminga. W sytuacji, gdy w gospodarce utrzymywany jest stały kurs walutowy i jednocześnie bank centralny dysponuje autonomią w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej, nie jest możliwe jednoczesne utrzymywanie stałego kursu i pełnej liberalizacji kapitałowej (por. rysunek 2.1).

Wraz z dokonującą się liberalizacją obrotów kapitałowych w latach 60. XX w. oraz dynamicznym rozwojem rynku eurowalutowego inwestorzy portfelowi zaczę-

41 Uchwalona w 1997 r. trzecia kreacja SDR-ów w wysokości 21,4 mld SDR dla nowych członków MFW była do 2009 r. blokowana przez USA. W obliczu kryzysu zapoczątkowanego w 2008 r. w celu poprawy płynności międzynarodowej uchwalono czwartą kreację SDR-ów wynoszącą prawie 161 mld SDR-ów (250 mld USD). Udział SDR w rezerwach walutowych kształtował się jednak ciągle poniżej 5% [Jurek, 2011, s. 346–348].

li wykorzystywać dysparytet stóp procentowych. Gdy więc Bundesbank w 1968 r. podniósł stopy procentowe, obawiając się importu inflacji z USA, to w efekcie nadmierny napływ do RFN kapitału z Francji i Wielkiej Brytanii pogłębił kryzys w tych dwóch krajach i zmusił je do przywrócenia pewnych form kontroli obrotu kapitałowego, a władze niemieckie do czasowego upłynnienia w 1969 r. marki, a następnie do jej rewaluacji. Do utrzymania stałych kursów walutowych niezbędna okazała się koordynacja wzajemnej polityki pieniężnej oraz zachowanie pewnych form kontroli obrotów kapitałowych, co zakładał w swojej koncepcji Keynes. Właściwego rozwiązania problemów pieniężno-walutowych należało więc poszukiwać wewnątrz trójkąta, a nie na jego krańcach.

Rysunek 2.1. Trójkąt niespójności w polityce walutowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Schmelzer [2010, s. 43].

Doświadczenia związane z funkcjonowaniem systemu walutowego z Bretton Woods wskazują, że niemożliwe jest utrzymanie w dłuższej perspektywie czasowej stałych kursów walutowych przy zróżnicowanych uwarunkowaniach strukturalnych gospodarek i nierównomiernym tempie rozwoju gospodarczego poszczególnych krajów. Długookresowo nie jest więc możliwe realizowanie w tej sytuacji celów polityki wewnętrznej (polityki pełnego zatrudnienia i zrównoważonego budżetu) kosztem równowagi zewnętrznej (obrotów bieżących bilansu płatniczego). Próby „ratowania" sytuacji płatniczej (dewizowej) kraju poprzez podwyżki stóp procentowych doprowadziły w latach 60. XX w. do sukcesywnie zwiększanych spekulacyjnych przepływów kapitału finansowego w celu osiągnięcia bieżących korzyści oraz w oczekiwaniu na nadzwyczajne zyski po ewentualnej dewaluacji atakowanej waluty, co wywołało chaos na międzynarodowym rynku finansowym. Wraz z dokonującą się sukcesywnie liberalizacją międzynarodowych obrotów kapitałowych należało wówczas stopniowo rozszerzać przedział wahań kursowych, a także

częściej dokonywać korekt kursów centralnych, ale w mniejszej skali (podobnie jak to robiono w ramach Europejskiego Systemu Walutowego).

Po upadku systemu z Bretton Woods w gospodarce światowej zapanował nieład walutowy. Przestały funkcjonować jednolite reguły kształtowania kursów walutowych. Zabrakło też uzgodnionych jednolitych reguł gromadzenia aktywów rezerwowych zabezpieczających utrzymanie równowagi zewnętrznej. Jednym z efektów tego zjawiska były kryzysy zadłużenia zagranicznego obserwowane w latach 80. XX w., dotykające kraje na niskim poziomie rozwoju gospodarczego i prowadzące do kryzysów walutowych (kryzysy pierwszej generacji). W I połowie lat 90. w niektórych krajach Wspólnoty Europejskiej utrzymujących stałe kursy w ramach mechanizmu ERM wystąpił kryzys walutowy drugiej generacji, wywołany przez ataki spekulacyjne (głównie na funta szterlinga), które nałożyły się na problemy z utrzymaniem równowagi zewnętrznej przy ograniczonym polu manewru w polityce gospodarczej i niewystarczających aktywach rezerwowych. Z kolei w rozwijających się dynamicznie krajach Dalekiego Wschodu, wykazujących nadwyżki budżetowe i niewielkie deficyty w obrotach bieżących bilansu płatniczego, wybuchły w 1997 r. kryzysy walutowe wywołane nadmiernym kredytowaniem przedsiębiorstw i niższą stopą zwrotu w porównaniu z kosztem kapitału. Pojawiła się tam pokusa nadużycia przy jednoczesnym nadmiarze kapitału finansowego na rynkach międzynarodowych. Dla zabezpieczenia się przed przyszłymi kryzysami niektóre kraje Azji Południowo-Wschodniej wprowadziły jednostronnie stałe kursy walutowe względem dolara, utrzymując je na podwartościowym poziomie w celu stymulowania eksportu i akumulowania aktywów rezerwowych. Państwa te wprowadziły więc w sposób nieformalny mechanizm kursowy określany w literaturze jako „Bretton Woods II" [Bogołębska, 2013, s. 154–157]. Stałe kursy walutowe względem dolara utrzymywane były przez władze poszczególnych krajów. Nie utworzono jednak instytucji międzynarodowej, która nadzorowałaby przestrzeganie stabilności walutowej w regionie. Powyższe działania przyczyniły się do umocnienia pozycji dolara amerykańskiego w tym regionie.

Tytułem podsumowania można stwierdzić, że istotną wadą systemu walutowego z Bretton Woods było oparcie go w praktyce na walucie narodowej USA i ułomne powiązanie systemu z kruszcem. Zaufanie do systemu stałych kursów opierało się bowiem w latach 50. na jednostronnym powiązaniu systemu walutowego ze złotem. Można było jednak przewidzieć, że wraz ze wzrostem rezerw dewizowych poszczególnych państw rezerwy dolarowe będą sukcesywnie wymieniane na złoto po stałej zaniżonej jego cenie, a z kolei podwyższenie ceny złota podważy zaufanie do dolara amerykańskiego jako waluty rezerwowej. Sądzę, że zaproponowane przez Keynesa oparcie systemu rozliczeń międzynarodowych na fiducjarnym pieniądzu

międzynarodowym, z możliwością jego zakupu za złoto, a także przy wprowadzeniu mechanizmu elastycznej korekty kursu walut narodowych względem pieniądza międzynarodowego w powiązaniu z innymi instrumentami stabilizowania gospodarek, zapobiegłoby narastaniu nierównowagi w obrotach międzynarodowych.

Można też sformułować tezę, że nadal aktualne są zarysowane w planie Keynesa propozycje dotyczące utworzenia międzynarodowej instytucji, która zajmowałaby się centralnym rozliczaniem okresowo sald obrotów międzynarodowych, a także miałaby uprawnienia monetarne w zakresie kreacji pieniądza fiducjarnego, stanowiącego w tym przypadku główny środek rozliczeniowy w obrotach międzynarodowych.

Bibliografia

Aschinger, F.E. (1971). *Das Währungssystem des Westens*. Frankfurt am Main: F. Knapp Verlag.

Bilski, J. (2006). *Międzynarodowy system walutowy*. Warszawa: PWE.

Bogołębska, J. (2013). *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.

Chrabonszczewska, E. (1989). *Strefa franka francuskiego*. Warszawa: IFGN SGPiS.

Chrabonszczewska, E., Kalicki, K. (1996). *Teoria i polityka kursu walutowego*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Denizet, J. (1981). *Wielka inflacja. Płace, procent i kursy walut*. Warszawa: Państwowe Wydawnictwo Naukowe.

Drabowski, E. (1976). *Pieniądz światowy w kapitalizmie*. Warszawa: PWE.

Emminger, O. (1976). Deutsche Geld- und Währungspolitik im Spannungsfeld zwischen innerem und äusserem Gleichgewicht (1948–1975). W: *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876–1975* (s. 509–522). Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank, Fritz Knapp Verlag.

European Commission (2012). *Statistical Annex of European Economy*, Autumn.

Erhard, L. (1988). Sparsamkeit und Nüchternheit. Regierungserklärung, 10. November 1965. W: *Ludwig Erhard Gedanken aus fünf Jahrzehnten. Reden und Schriften* (s. 940–973). Düsseldorf–Wien–New York: Hrsg. K. Hohmann, Econ Verlag.

Erhard, L. (2011). *Dobrobyt dla wszystkich*. Warszawa: PTE.

Foltyński, Z. (1970). *Międzynarodowy system walutowy w gospodarce kapitalistycznej*. Poznań: Państwowe Wydawnictwo Naukowe.

Gotz-Kozierkiewicz, D. (1990). *Wymienialność pieniądza po II wojnie światowej*. Warszawa: Państwowe Wydawnictwo Naukowe.

Grubel, H.G. (Ed.). (1963). *World Monetary Reform. Plans and Issues*. Stanford–London: Stanford University Press, Oxford University Press.

Halm, G.N. (1945). *International Monetary Cooperation*. New York: The University of North Carolina Press, Van Rees Press.

Hampe, P. (1989). W*ährungsreform und Soziale Marktwirtschaft, Rückblicke und Ausblicke*. München: Olzog Verlag.

Jachowicz, P. (2014). Funt szterling i brytyjska polityka pieniężna w latach 1945–2010, *Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace*, 2(18), s. 147–167.

Jachowicz, P. (2018). Na obrzeżach kontynentu: ewolucja międzynarodowej roli funta szterlinga (1910–2010). W: *Systemy walutowe współczesnego świata* (s. 234–245), J. Łazor, W. Morawski (red.). Warszawa: Polskie Towarzystwo Historii Gospodarczej.

Jurek, M. (2011). *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

Keynes, J.M. (1971). *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume 4: A Tract on Monetary Reform*. London–Basingstoke: Macmillan, St. Martins Press.

Lutkowski, K. (1983). *Współczesny międzynarodowy system walutowy*. Warszawa: Państwowe Wydawnictwo Naukowe.

Młynarski, F. (1947). *Zagadnienia walutowe i kredytowe w ekonomice światowej*. Kraków: Księgarnia Stefana Kamińskiego.

Morawski, W. (2002). *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*. Warszawa: Wydawnictwo Trio.

Müller-Armack, A., Hasse, R., Merx, V., Starbatty, J. (1971). *Stabiliät in Europa. Strategien und Institutionen für eine europäische Stabilitätsgemeinschaft*. Düsseldorf–Wien: Econ Verlag.

Pietrzak, E. (1984). *Funt sterling we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym*. Gdańsk: Uniwersytet Gdański.

Pietrzak, E. (2008). Internacjonalizacja systemu finansowego. W: *System finansowy w Polsce* (s. 176–184), B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), t. 1, wyd. II zmienione. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Rączkowski, S. (1972). *Międzynarodowe stosunki finansowe*. Warszawa: PWE.

Rączkowski, S. (1979). *Międzynarodowe stosunki finansowe*, wyd. II zmienione. Warszawa: PWE.

Rączkowski, S. (1984). *Międzynarodowe stosunki finansowe*, wyd. III zmienione. Warszawa: PWE.

Schmelzer, M. (2010). *Freiheit für Wechselkurse und Kapital. Die Ursprünge neoliberaler Währungspolitik und die Mont Pelerin Society*. Marburg: Metropolis-Verlag.

Skidelsky, R. (2003). Keynes Road to Bretton Woods. An Essay in Interpretation. W: *International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy* (s. 125–151), M. Flandreau, C.L. Holtererich, H. James (Eds.). Cambridge: Cambridge University Press.

Solomon, R. (1977). *The International Monetary System 1945–1976. An Insider's View*. New York–Hagerstown–San Francisco–London: Harper & Row.

Tew, B. (1960). *International Monetary Co-Operation 1945–1960*. London: Hutchinson University Library.

Triffin, R. (1963). Excerpts from "Gold and the Dollar Crisis". W: *World Monetary Reform. Plans and Issues* (s. 18–57), H.G. Grubel (Ed.). Stanford–London: Stanford University Press, Oxford University Press.

Triffin, R. (1964). *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Prospects*. Princeton: International Finance Section Departament of Economics, Princeton University.

Währungen der Welt (1988). *Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank. Reihe 5*. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.
Williams, J.H. (1945). *Postwar Monetary Plans and Other Essays*. New York: Alfred Knopf.
Zajda, J. (1976). Złoto i międzynarodowy system walutowy, *Ekonomista*, 4, s. 873–907.

FUNCTIONING OF THE BRETTON WOODS MONETARY MECHANISM IN SELECTED EUROPEAN COUNTRIES

Abstract

The study presents the concepts of international monetary cooperation (the Keynes plan and the White plan) as a starting point for the development of the Bretton Woods currency mechanism. The paper discusses the issues of the functioning of this system in the 1960s on the example of Great Britain, France, Germany, and partly also the USA, including the gradual transition to the dollar standard after the introduction of a two-tier gold price, which finally took place after the dollar's convertibility into gold had been suspended. Then, the design defects of the Bretton Woods mechanism are discussed and the reasons for its collapse as well as the currency disorder (chaos) that arose in the 1970s. It can be concluded that a significant drawback of the Bretton Woods monetary system was basing it in practice on the national currency and imperfectly linking it to gold. The conclusions of the Keynes plan are also timely.

Keywords: balance of payments, Triffin dilemma, exchange rate mechanism, Keynes plan, monetary assets, monetary system

JEL Classification: N10, N14, N20, N24

Rozdział 3

MŁYNARSKI *VS* TRIFFIN: JEDEN CZY DWA DYLEMATY?

Małgorzata Korczyk

Abstrakt

Dylemat Triffina mimo upadku systemu z Bretton Woods stanowi nadal ważną konstrukcję teoretyczną pozwalającą opisać zagrożenia wynikające z używania waluty danego kraju (dolar amerykański) jako waluty rezerwowej przez resztę świata.

W literaturze istnieje przekonanie, że dylemat Triffina należałoby nazywać dylematem Młynarskiego ze względu na zapożyczenie przez Roberta Triffina od polskiego ekonomisty poglądu na wadliwość systemu dewizowo-złotego. Celem niniejszego opracowania jest odpowiedź na pytanie, czy treść dylematu Triffina pokrywa się z treścią dylematu Młynarskiego. Analizie zostały poddane dzieła, na które powołują się badacze w kontekście pochodzenia powyższego dylematu, czyli *Gold and Central Banks* z 1929 r. Feliksa Młynarskiego oraz jego *The Functioning of the Gold Standard* z 1931 r., będące punktem odniesienia dla wydanej przez Triffina w 1960 r. książki pt. *Gold and the Dollar Crisis*. Okazuje się, iż dylemat Triffina nie może być nazywany dylematem Młynarskiego, gdyż ten drugi okazał się paradoksem, co oznacza, że koncepcje te nie są tożsame. Dylemat Triffina stanowi w pewnym stopniu rozwinięcie wspomnianego paradoksu, ponieważ odnosi się do problemów zagrożenia wymienialności dolara na złoto oraz ograniczenia płynności finansowej krajów z walutą dewizowo-złotą. Paradoks Młynarskiego ukazuje natomiast, że pozornie inflacyjny system walutowy spowodował deflację. Obaj ekonomiści postulowali reformę systemu dewizowo-złotego. Być może „specjalne transakcje" Młynarskiego zainspirowały Triffina do stworzenia specjalnych praw ciągnienia, będąc sposobem przekształcania rezerw walutowych na prawa do złota oraz generowania kredytu dla kraju o ujemnym bilansie płatniczym.

Słowa kluczowe: Bretton Woods, dylemat Triffina, Feliks Młynarski, paradoks Młynarskiego, Robert Triffin

Kody JEL: B22, B26, B27, B31

> „Życie gospodarcze, jak przyroda, ma jednak swoje prawa i cudów nie zna. Odbudowa kraju przy pomocy druku pieniądza papierowego była procesem sztucznym, nerwowym. Pieniądz papierowy był jak morfina, która podnieca i przez to pozwala na szybkie i wielkie rezultaty chwilowe, ale później następuje reakcja. Nasz kryzys obecny jest właśnie taką reakcją" [Młynarski, 1925, s. 62].

3.1. Wprowadzenie

Dylemat Triffina mimo upadku systemu z Bretton Woods stanowi nadal ważną konstrukcję teoretyczną pozwalającą opisać zagrożenia wynikające z używania waluty danego kraju jako waluty rezerwowej przez resztę świata. Koncepcja ta stanowi również argument w dyskusji na temat potrzeby stworzenia „prawdziwej" międzynarodowej waluty uniezależniającej globalną gospodarkę od polityki pieniężnej jednego kraju, na co zwracał już uwagę m.in. były szef chińskiego banku centralnego Zhou Xiaochuan [Maes, 2021, s. XIX]. Podkreślił on, iż w sferze polityki gospodarczej kraj emitujący walutę rezerwową musi zawsze dokonywać wyboru między osiąganiem celów wewnętrznych a zaspokojeniem międzynarodowego popytu na walutę rezerwową [Xiaochuan, 2009]. W funkcji tej występuje niezmiennie dolar amerykański, co powinno wiązać się przede wszystkim z zaufaniem do zaplecza politycznego Stanów Zjednoczonych oraz ich stabilną gospodarką [Balicki, 2013, s. 107].

W literaturze istnieje przekonanie, że dylemat Triffina należałoby nazywać dylematem Młynarskiego[1] ze względu na zapożyczenie przez Roberta Triffina od polskiego ekonomisty poglądu na wadliwość systemu dewizowo-złotego (GES)[2] [Eichengreen, Flandreau, 2016, s. 298]. Wobec tego celem niniejszego artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy treść dylematu Triffina pokrywa się z treścią dylematu Młynarskiego. Treść jest rozumiana w tym przypadku jako to, co stanowi istotę, sens omawianej teorii [SJP PWN, 2022]. Powyższe założenie zostanie sprawdzone drogą tłumaczenia genetycznego, aby poprzez ukazanie ewolucji brzmienia koncepcji naświetlić genezę dylematu Triffina. Z kolei na podstawie tłumaczenia przyczynowego zostanie opisany wpływ uwarunkowań gospodarczych na poglądy obu autorów, co pozwoli wyjaśnić ewentualne różnice w ich podejściu do omawianego problemu[3].

---

1 Feliks Młynarski (1884–1972) był polskim filozofem i ekonomistą, który pełnił wiele funkcji publicznych (w latach 1914–1916 działał m.in. jako delegat Naczelnego Komitetu Narodowego w USA w celu pozyskania poparcia Polonii dla Legionów Polskich; z kolei w latach 20. XX w. był polskim przedstawicielem w Komitecie Finansowym Ligi Narodów), przy czym największe kontrowersje budzi do dziś fakt, iż został prezesem Banku Emisyjnego w Generalnym Gubernatorstwie w 1940 r. [Głowiński, 2012, s. 8–17].

2 System dewizowo-złoty będzie określany w tekście skrótem GES (*gold exchange standard*).

3 W naukach historycznych, w tym w historii myśli ekonomicznej, tłumaczenie genetyczne umożliwia ukazywanie zarówno źródeł, jak i rozwoju teorii, a także jej doniosłości w dziejach danej dyscypliny

Analizie zostaną poddane dzieła, na które powołują się badacze w kontekście pochodzenia powyższego dylematu, czyli *Gold and Central Banks* z 1929 r. Feliksa Młynarskiego oraz jego *The Functioning of the Gold Standard* z 1931 r., będące punktem odniesienia dla w wydanej w 1960 r. przez Triffina książki *Gold and the Dollar Crisis*.

3.2. Znaczenie dylematu Triffina

Źródeł poglądów Roberta Triffina (1911–1993) można upatrywać w jego doświadczeniach życiowych[4]. Obserwował on jako młody człowiek kryzys lat 30. XX w., rozwój faszyzmu w Europie, a następnie II wojnę światową, co uczyniło go pacyfistą, który jako obywatel świata oraz idealista marzył o zjednoczeniu całej ludzkości [Maes, 2021, s. 1 i 114]. Ekonomię traktował z kolei jako narzędzie zarówno teoretyczne, jak i praktyczne, służące udoskonaleniu globalnego systemu monetarnego[5] w taki sposób, aby sprzyjał on rozwojowi wszystkich narodów. Niewątpliwie taki był cel działalności badawczej oraz politycznej Triffina [zob. Maes, 2021, s. 45, 60, 93].

Poszukiwanie zaleceń dla polityki gospodarczej, w jego wydaniu szczególnie dla polityki pieniężnej, stanowiło znak czasów, w których tworzył Triffin. Jego młodość jako ekonomisty przypadła na czas kwestionowania fundamentów ekonomii neoklasycznej z modelem konkurencji doskonałej na czele. Znalazło to odzwierciedlenie w pracy doktorskiej Triffina *General Equilibrium Theory and Monopolistic Competition* z 1938 r. Napisał ją pod kierownictwem Josepha Schumpetera, Wassily'ego Leontiefa i Edwarda Chamberlina, gdy przebywał w Stanach Zjednoczonych [Maes, 2021, s. 18]. Model konkurencji monopolistycznej podważył wśród ekonomistów wiarę w automatyzm mechanizmu rynkowego. W związku z tym Triffin uważał, że gospodarka rynkowa jest w swej istocie niestabilna i wymaga interwencji państwa [Maes, 2021, s. 1]. Przedstawiony pogląd wpisuje

[Kotarbiński, 1986, s. 439–440]. Tłumaczenie przyczynowe pozwala natomiast wyjaśnić podejście danego autora do opisywanego zagadnienia poprzez np. jego doświadczenia życiowe. Kwestia przyczynowości w historii jest jednak bardzo złożona i przyjąć należy, że w dziejach przemian społecznych zjawiska tłumaczy się „przyczynowo" przez charakterystykę sytuacji, w której znajdowali się ludzie [Kotarbiński, 1986, s. 340].

4 Analiza kontekstowa stosowana w historii myśli ekonomicznej dopuszcza uwzględnienie ważnych wydarzeń z życia autorów jako ewentualnych czynników kształtujących ich teorie.

5 Globalny system monetarny rozumiany tu jest jako zbiór oficjalnych międzynarodowych ustaleń dotyczących sposobu regulowania bilansu płatniczego poprzez uzgodnienia w zakresie sposobu kształtowania kursów walutowych, międzynarodowych płatności, ruchu kapitału oraz rezerw banków centralnych [Mohan, Patra Kapur, 2013, s. 4].

się w keynesowski sposób postrzegania gospodarki, ale nie wyczerpuje specyfiki jej pojmowania przez Triffina. Okazuje się, że bliskie było mu także podejście monetarystyczne w odniesieniu do podkreślania wagi zmian w podaży pieniądza dla gospodarki realnej [Maes, 2021, s. 47]. Stąd jego krytyczny stosunek do waluty złotej w formie sprzed I wojny światowej, którą uważał za czynnik sprzyjający deflacji w przypadku ujemnego bilansu płatniczego danego kraju. Wielki kryzys i deflacyjna polityka Belgii, mająca na celu utrzymanie parytetu złota kosztem wysokiego bezrobocia w 1934 r.[6], były traumatycznym doświadczeniem dla Triffina [Maes, 2021, s. 14–16]. Nie pozostało ono bez wpływu na postrzeganie przez niego deflacji jako głównego zagrożenia związanego z systemem GES.

Systemy finansowe[7] ewoluowały na przestrzeni wieków, a wraz z nimi teorie wyjaśniające zasady ich funkcjonowania. Nie inaczej było z przyjętym w 1944 r. systemem GES będącym pokłosiem konferencji w Bretton Woods.

Pomijając uwarunkowania polityczne, jakie towarzyszyły budowaniu powojennego systemu walutowego, podkreślić trzeba, iż jego zadanie sprowadzało się przede wszystkim do zapewnienia stabilnych warunków wymiany międzynarodowej, aby nie doprowadzić do kryzysu na miarę tego z 1929 r. Nowy system musiał być wolny od błędów popełnionych przez polityków w okresie międzywojennym, co zadecydowało o jego wielostronnym charakterze oraz zagwarantowaniu stabilnych kursów walut przy jednoczesnym utrzymaniu polityki pełnego zatrudnienia [Bordo, Eichengreen, 1993, s. 28]. Oznacza to, iż system miał łączyć zalety klasycznego standardu złota w zakresie stabilności kursów walut i zalety kursu płynnego, który pozwala rządowi zachować niezależność w zakresie polityki pełnego zatrudnienia [Bordo, 1999, s. 397]. Wprowadzony (ponownie, gdyż wcześniej funkcjonował już w zależności od kraju w latach 1922–1931) GES oparty został na stałych kursach walutowych względem dolara z możliwością ich dostosowywania [Bąk, 2014, s. 40]. Wartość dolara ustalono na poziomie 35 USD za uncję złota, a w praktyce kursy pozostałych walut powiązano z dolarem przy dopuszczalnym przedziale wahań ±1% [Balicki, 2013, s. 108].

System z Bretton Woods tworzyły wobec tego kraje, z których tylko jeden posiadał bank centralny wymieniający emitowaną walutę na złoto, a banki pozostałych członków systemu gromadziły rezerwy dolarowe na pokrycie emisji własnych walut. Rezerwy złota Stanów Zjednoczonych były równocześnie rezerwami reszty świata, co niepokoiło Triffina. W obliczu pogarszającego się bilansu płatni-

6 Stopa bezrobocia wynosiła wówczas w Belgii 18,9% [Eichengreen, Hatton, 1988, s. 6].

7 System finansowy jako jądro sfery finansowej odgrywa ważną rolę z perspektywy wzrostu gospodarczego, ponieważ umożliwia przepływ oraz współtworzenie siły nabywczej między podmiotami sfer realnej i finansowej gospodarki [Polański, 2008, s. 15–19].

czego USA oraz zmniejszenia się rezerw kruszcu w tym kraju w latach 1957–1959 o 20% (przy równoczesnym wzroście zagranicznych rezerw dolarowych o 33%) sformułował on swój słynny dylemat [Triffin, 1960, s. 5]. W jego świetle system z Bretton Woods charakteryzował się wbudowanym zagrożeniem zawieszenia wymienialności dolara na złoto, gdyby USA zwiększały w nieskończoność deficyt bilansu płatniczego, albo[8] ryzykiem ograniczenia płynności dla reszty świata, gdyby Stany Zjednoczone walczyły z deficytem, stosując np. praktyki protekcjonistyczne [Triffin, 1960, s. 9 i 87]. Druga opcja stała się realnym zagrożeniem w 1965 r., gdy USA zobowiązały się do walki z deficytem, wprowadzając m.in. ograniczenia kwotowe na import [Rueff, 2012, s. 181 i 203]. Można powiedzieć, że podstawową wadą systemu z Bretton Woods był sposób, w jaki poszczególne państwa mogły tworzyć oficjalne rezerwy walutowe, czyli fakt, iż zwiększanie płynności międzynarodowej wiązało się z pogłębianiem deficytu bilansu płatniczego USA [Bąk, 2014, s. 40].

Polityka gospodarcza USA wiązała się wobec powyższego dylematu z trudnym wyborem między dwoma niekorzystnymi rozwiązaniami[9]: akceptacją ryzyka nadmiernego przyrostu zobowiązań dolarowych w stosunku do rezerw złota w wyniku zwiększania deficytu bilansu płatniczego albo zmniejszaniem płynności w krajach GES poprzez ograniczanie deficytu bilansu płatniczego. Wybór pierwszej możliwości pociągał za sobą nie tylko spadek poziomu rezerw złota, ale też zaufania zagranicy do kluczowej waluty, co zwiększało prawdopodobieństwo zawieszenia wymienialności dolara na złoto[10]. Ryzyko utraty kruszcowego charakteru waluty rezerwowej musiałoby wpłynąć na podaż pieniądza w krajach GES. Triffin zakładał, że zostanie ona zredukowana (USA w obawie przed odpływem rezerw musiałyby podnieść stopę procentową), co doprowadzi do światowej deflacji. Druga możliwość również doprowadzić miała do globalnej deflacji poprzez natychmiastowe zmniejszenie podaży dolara w przypadku dodatniego bilansu płatniczego USA, co nawiązywało do protekcjonistycznych praktyk z okresu międzywojennego. Niezależnie od wybranego scenariusza system z Bretton Woods według Triffina skazywał świat na deflację, chociaż intuicyjnie powinien sprzyjać inflacji, skoro rola złota jako pokrycia emisji walut została ograniczona tylko do dolara.

---

8 Użycie słowa „albo" jest tu nieprzypadkowe. „Lub" wskazuje, iż zachodzi przynajmniej jedna z dwóch możliwości, ale nie wyklucza wystąpienia obu, „albo" oznacza natomiast, że zachodzi przynajmniej jedna z dwóch możliwości, przy czym jedna wyklucza drugą [Kotarbiński, 1986, s. 138]. Nie można jednocześnie zwiększać deficytu bilansu płatniczego i go zmniejszać, stąd „albo".

9 Istotą dylematu jest występowanie alternatywy, kłopotliwej sytuacji, która wymaga dokonania trudnego wyboru między dwiema przykrymi możliwościami [Kopaliński, 2000, s. 135].

10 Współcześnie występują różne interpretacje dylematu Triffina w kontekście jego aktualności [zob. Bordo, McCauley, 2017].

Zdaniem Triffina [1960, s. 7] rozwiązanie problemu zagrożenia brakiem możliwości wymiany dolara na złoto powinno polegać nie na ograniczaniu przez USA importu lub inwestycji zagranicznych, lecz na zwiększeniu konkurencyjności eksportu amerykańskich towarów na rynkach światowych. Taka strategia pozwoliłaby USA zarówno na wsparcie wzrostu gospodarczego, jak i na utrzymanie międzynarodowej pozycji jako kraju wiarygodnego. Aby tego dokonać, należało według niego ograniczyć inflację w USA oraz podnieść produktywność gospodarki amerykańskiej poprzez inwestycje w badania i rozwój technologii [Triffin, 1960, s. 7–8]. Triffin brał wobec tego pod uwagę nie tylko potrzebę reformy międzynarodowego systemu walutowego jako narzędzia, które pomogłoby uniknąć kryzysu na miarę wielkiej depresji z lat 30. XX w., lecz także znaczenie kondycji gospodarki realnej w budowaniu podstaw długookresowego wzrostu gospodarczego.

Jeśli chodzi o reformę, to uznał on za konieczne stworzenie wspólnego funduszu światowych rezerw monetarnych gwarantujących międzynarodową płynność, pozwalających światu stawić czoła czasowym nieuniknionym fluktuacjom w płatnościach każdego kraju, które Triffin [1960, s. 8] postrzegał jako zagrożenie dla stabilności międzynarodowego systemu walutowego, prowadzące do powszechnej deflacji, dewaluacji oraz ograniczeń w handlu. Jak już wspomniano, doświadczenie kryzysu lat 30. XX w. zdeterminowało podejście Triffina do analizy wadliwości systemu z Bretton Woods.

Główną troską Triffina było zatem stworzenie mechanizmu gwarantującego światu płynność finansową niezależnie od polityki Stanów Zjednoczonych, która musiała być nieustannie podporządkowana dokonywaniu wyboru między realizacją celów wewnętrznych i zewnętrznych. Jego zdaniem tylko umiędzynarodowienie składnika walutowego światowych rezerw banków centralnych przyniosłoby pożądane efekty [Triffin, 1960, s. 10]. W praktyce oznaczałoby to, że kraje utrzymywałyby depozyty powiązane ze złotem w Międzynarodowym Funduszu Walutowym zamiast komponentu walutowego uzupełniającego rezerwy złota, przy czym MFW gwarantowałby kurs wymiany depozytu, co dawałoby większe bezpieczeństwo niż posługiwanie się jakąkolwiek walutą narodową jako walutą rezerwową, która narażona była na dewaluację i niewymienialność [Triffin, 1960, s. 10–11]. MFW pożyczałby międzynarodową walutę krajom z deficytem bilansu płatniczego w celu regulowania bieżących zobowiązań. W ten sposób narodziła się koncepcja specjalnych praw ciągnienia (SDR), która miała zreformować system z Bretton Woods, a same SDR-y, wprowadzone do obiegu w 1969 r., funkcjonują do dziś[11].

[11] Triffin [1960, s. 11] uważał swój pomysł za analogiczny względem koncepcji Międzynarodowej Unii Clearingowej Johna Keynesa.

Triffin był przekonany o konieczności wyeliminowania walut narodowych z rezerw międzynarodowych poza niezbędnymi kwotami do bieżących rozliczeń, lecz nie dopuszczał możliwości przyjęcia innego rozwiązania pozwalającego na przetrwanie systemu z Bretton Woods. Chodzi o podniesienie ceny złota w obliczu jego zmniejszających się rezerw, które Triffin odrzucał m.in. w obawie przed falą inflacji [Rueff, 2012, s. 153][12]. W rzeczywistości sprzeciwiał się jednak rewaluacji złota z powodów politycznych. Wskazał na potencjalnych beneficjentów takiego rozwiązania, czyli kraje o znacznych zasobach złota, takie jak ZSRR, RPA oraz Stany Zjednoczone, które zwiększyłyby w ten sposób dodatkowo swoją przewagę nad resztą świata [Triffin, 1960, s. 81].

Triffin [1960, s. 67] uważał również, że mimo wad GES miał też swoje zalety, gdyż służył przezwyciężaniu problemu niedostatecznego poziomu rezerw złota w świecie, lecz jedynie do momentu, gdy kraj emitujący kluczową walutę pozwalał na zmniejszanie swoich rezerw złota względem rosnących wierzytelności reszty świata [zob. też Maes, Pasotti, 2022, s. 8]. Jak wspomniano, dalsze zapewnianie płynności kosztem zmniejszania rezerw musiało prowadzić według tego autora do utraty zaufania zagranicy do kluczowej waluty. Triffin [1960, s. 19] powoływał się w tym przypadku na *The Functioning of the Gold Standard* z 1931 r. Młynarskiego, a nie na *Gold and Central Banks* z 1929 r. (do tej pozycji nawiązują współcześni badacze, analizując źródła dylematu Triffina, tacy jak np. Barry Eichengreen), dowodząc, iż Delegacja Złota Komitetu Finansowego Ligii Narodów debatowała trzy lata na temat defektów systemu GES.

Podejście ekonomistów do systemu GES w okresie międzywojennym było uwarunkowane ich stosunkiem do klasycznego standardu złota sprzed I wojny światowej, kiedy to rola rezerw banków centralnych była zupełnie inna. Triffin [1960, s. 32] przypomniał o tym, twierdząc, że wycofanie z obiegu złotych monet wiązało się z nałożeniem na banki centralne szczególnego zobowiązania w postaci regulowania deficytu bilansu płatniczego kraju[13]. Przede wszystkim zmieniło to zaś sytuację kraju emitującego walutę rezerwową, gdyż w rzeczywistości nie musiał on spłacać swojego deficytu. Stany Zjednoczone płaciły dolarami za import towarów, a dolary te jeszcze tego samego dnia wracały do Nowego Jorku, przynosząc procent, dzięki któremu deficyt nie wpływał na zmniejszenie funduszów w USA

[12] Pogląd ten Triffin wyraził podczas dyskusji z Jacques'em Rueffem w 1966 r., która została opublikowana m.in. w *Sunday Times* [Rueff, 2012, s. 145].

[13] Zob. „Główną funkcją rezerw monetarnych nie jest już utrzymywanie płynności banków centralnych, lecz pozwolenie na finansowanie dzięki nim krótkookresowego deficytu bilansu płatniczego (*financing of short-run deficits in the country's external transactions*)" [Triffin, 1960, s. 34, tłum. własne; zob. też: Maes, Pasotti, 2022, s. 7].

[Rueff, 2012, s. 146]. Jak zauważył Triffin w rozmowie z Jacques'em Rueffem, „jest rzeczą niezmiernie niezdrową zagwarantować jakiemuś krajowi automatyczne finansowanie jego deficytu" [Rueff, 2012, s. 146]. Można powiedzieć, że Triffina oburzał fakt, iż najbogatszy kraj świata był finansowany przez kraje biedniejsze [Maes, Pasotti, 2022, s. 1].

3.3. Młynarski wobec systemu dewizowo-złotego

Pogląd Triffina dotyczący słabych stron GES uwarunkowany był przede wszystkim wiedzą o specyfice tego systemu z lat 1922–1931[14], podczas gdy stosunek Młynarskiego (1884–1972) do jego wadliwości wynikał z postrzegania go jako niedoskonałego substytutu klasycznego standardu złota (GS), który funkcjonował do 1914 r.[15]. GS stanowił ułatwienie w handlu międzynarodowym, dokonywaniu płatności, ruchach kapitału oraz w utrzymywaniu równowagi bilansu płatniczego, charakteryzując się wysokim stopniem automatyzmu [Mundell, 1999, s. 226].

Młynarskiego jako ekonomistę ukształtował niewątpliwie Irving Fisher. Młynarski zapoznał się z jego teorią ilościową podczas pobytu w Stanach Zjednoczonych w 1915 r., gdzie nabył komplet prac Fishera, które doprowadziły go do porzucenia socjologii i filozofii [Głowiński, 2012, s. 287]. Na jego fascynację teorią ekonomii nałożyły się również zmiany w międzynarodowym systemie walutowym po I wojnie światowej. W trakcie konfliktu kraje zawiesiły wymienialność walut na złoto, a wydatki wojenne finansowały nadmierną emisją pieniądza, co po wojnie przyniosło inflację [Głowiński, 2012, s. 287]. Już na początku lat 20. XX w. Młynarski zaczął publikować teksty dotyczące problematyki pieniężnej, lecz były one zawężone do sytuacji panującej w powojennej Polsce. Niewątpliwie miał dzięki temu wpływ na kształt reformy walutowej przeprowadzonej w kraju w 1924 r. [Lesz-

14 System GES został zaproponowany podczas konferencji w Genui w 1922 r. jako rozwiązanie dla krajów, które utraciły znaczne rezerwy złota w wyniku I wojny światowej [Leszczyńska, 2013, s. 47]. Z kolei Stany Zjednoczone, Wielka Brytania i Francja pozostały przy standardzie złota, a ich waluty stanowiły podstawę emisji walut w krajach GES. W literaturze mianem GES określa się system obejmujący kraje z walutą zarówno dewizowo-złotą, jak i złotą. Triffin [1960, s. 9] uważał, że GES upadł w 1931 r. wraz z dewaluacją funta.

15 Przed I wojną światową odpływ złota traktowano jako zjawisko naturalne i przejściowe, w związku z tym rezerwy w bankach centralnych służyły transferowaniu ich z kraju do kraju zgodnie z ruchami towarów, lecz w przeciwnym kierunku [Młynarski, 1938, s. 128]. W pierwszej kolejności odpływały jednak złote monety, które funkcjonowały w obiegu (dopiero po I wojnie światowej zostały usunięte). Wierzono wobec tego w automatyzm złotej waluty w przywracaniu równowagi zewnętrznej oraz wewnętrznej, co przekładało się na wyrównywanie poziomu cen w skali globalnej [Leszczyńska, 2013, s. 11].

czyńska, 2013, s. 104]. Dopiero wydanie w 1929 r. książki *Gold and Central Banks* przyniosło mu jednak międzynarodowe uznanie [Głowiński, 2012, s. 289 i 415].

Młynarski [1929, s. 71] był przekonany, że bez przyjęcia GES po I wojnie światowej nie byłoby możliwe przywrócenie rozliczeń w handlu międzynarodowym. Dostrzegał również niebezpieczeństwo związane z upowszechnieniem się tego systemu oraz wydłużającym się czasem jego funkcjonowania. Dodać trzeba, że GES rekomendowany w Genui w 1922 r. miał być tylko rozwiązaniem przejściowym, a nie udoskonaleniem klasycznego standardu złota [Rueff, 2012, s. 70]. Wadliwość GES w wydaniu Młynarskiego miała jednak w przeciwieństwie do dylematu Triffina charakter paradoksu[16]. Młynarski [1929, s. 11 i 112] wskazywał na sprzeczność GES, ponieważ z jednej strony system ten miał zapewnić płynność Europie, wobec czego Stany Zjednoczone udzielały jej pożyczek dolarowych (groziło to brakiem wymienialności kluczowych walut, przede wszystkim dolara, na złoto ze względu na lokowanie rezerw walutowych banków centralnych działających w ramach GES na kontach zagranicznych banków komercyjnych, co przynosiło procent zaliczany do rezerw, czyli zwiększało ilość praw do złota w przyszłości). Z drugiej strony w związku ze stosowaniem praktyk protekcjonistycznych, głównie przez Stany Zjednoczone, istniało zagrożenie ograniczenia płynności w przypadku krajów GES, które nie były w stanie spłacać pożyczek eksportem [Młynarski, 1929, s. 97]. System, który mógł pozornie spowodować globalną inflację z uwagi na używanie walut zagranicznych zamiast złota do pokrycia krajowej emisji walut, przyniósł deflację.

Młynarski [1929, s. 74] postawił w związku z tym pytanie, czy ruchy złota przed I wojną światową przynosiły te same skutki co ruchy walut rezerwowych w systemie GES. Jeśli przed I wojną światową do kraju napływało złoto w wyniku eksportu towarów, to bank centralny zwiększał ilość pieniądza w obiegu, dzięki czemu rosła również dostępność kredytu. Jednocześnie obieg pieniężny za granicą zmniejszał się, ponieważ złoto będące podstawą emisji banknotów służyło sfinansowaniu importu (zmniejszał się też kredyt).

W systemie GES sytuacja wyglądała inaczej. Gdy bank centralny danego kraju otrzymywał waluty rezerwowe zamiast złota w rozliczeniu eksportu, powiększał ilość pieniądza w obiegu, co nie przyczyniało się jednak do zmniejszenia podaży pieniądza za granicą [Młynarski, 1929, s. 75]. Skupowanie walut rezerwowych miało więc skutki jednostronne w przeciwieństwie do nabywania złota. Uwypukla to fakt, iż waluty rezerwowe są prawem do złota, a nie złotem, czyli kupno walut przez bank centralny jest częścią transakcji, która docelowo musi zakończyć się

[16] Paradoks to coś niezgodnego z mniemaniem. Jest bardzo użyteczny w nauce, ponieważ wraz z jego rozwiązaniem odkrywa się prawdy dotąd ukryte [Kotarbiński, 1986, s. 208].

ich wymianą na kruszec [Młynarski, 1929, s. 77]. Jednakże istota GES polegała na tym, iż bank centralny przechowywał waluty wśród innych aktywów i nie dokonywał ich wymiany na złoto w centrach złota [Młynarski, 1929, s. 78]. Wobec tego bank centralny GES otwierał rachunek w banku komercyjnym kraju o walucie złotej i w zamian za rezygnację z wymiany rezerw walutowych na złoto otrzymywał procent[17]. Ten sam kruszec mógł więc być podstawą dalszej ekspansji kredytowej. Dlatego im dłużej funkcjonował GES oraz im szerzej był stosowany, tym silniejsza stawała się tendencja do wzrostu poziomu rezerw walutowych w miarę wzrostu gospodarczego [Młynarski, 1929, s. 79]. Zgodnie z przewidywaniami co do niedostatecznego wzrostu produkcji złota sytuacja ta musiała prowadzić w długim okresie do utraty możliwości wymiany walut rezerwowych na kruszec[18]. W świetle obserwacji Młynarskiego [1929, s. 80] na międzynarodowych rynkach finansowych pojawiły się olbrzymie masy kapitału banków centralnych funkcjonujących w ramach GES, co było niespotykane przed I wojną światową.

Zgodnie z powyższym w systemie GES kruszec nie odpływał z danego kraju w wyniku ujemnego bilansu płatniczego, a sama transakcja między importerami i eksporterami przynosiła odmienne skutki w rozliczeniach finansowych od skutków przepływu towarów w systemie waluty złotej. W GS dolary otrzymane przez eksportera funkcjonowały jednocześnie na dwóch rynkach: w kraju eksportera oraz w kraju importera, import nie zmniejszał zatem ilości pieniądza w obiegu drugiego kraju jak w przypadku waluty złotej. Mechanizm ten można zobrazować w postaci schematu przedstawionego na rysunku 3.1.

Z przedstawionego schematu przepływu dóbr (Q) oraz pieniędzy (M) wynika, że eksporter z kraju A funkcjonującego w systemie dewizowo-złotym (GES) po dostarczeniu dóbr (Q) importerowi z kraju B stosującemu walutę złotą (GS) otrzymuje czek na 1000$ (M$), które następnie sprzedaje bankowi centralnemu (BC). W zamian kupuje odpowiednią ilość krajowej waluty (Mk) wyemitowanej przez bank centralny. W ten sposób rośnie podaż pieniądza w kraju eksportera,

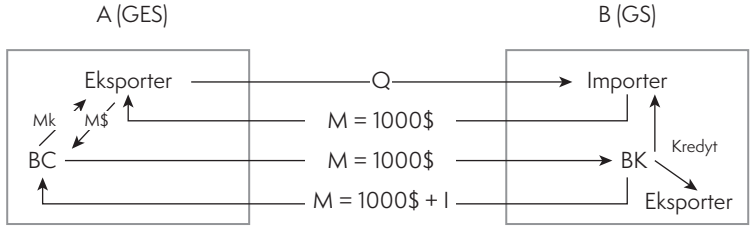
---

17 Zob. „Dla ilustracji: fundusze płynące ze Stanów Zjednoczonych do kraju stosującego system *gold exchange standard* zwiększają o odpowiednią wielkość podaż pieniądza w kraju «otrzymującym», w niczym przy tym nie redukując podaży pieniądza na rynku kraju «pochodzenia». Bank emisyjny, do którego środki te trafiają i który zapisuje je w swoich rezerwach, pozostawia je w depozycie na rynku w Nowym Jorku, gdzie, jak poprzednio, mogą one stanowić podstawę udzielania kredytu" [Rueff, 2012, s. 29–30].

18 Zob. „Ciągła akumulacja rezerw walut zagranicznych jest kluczową cechą standardu dewizowo-złotego. Akumulacja ta stanowi zwyczajną akumulację krótkookresowego kredytu gwarantowanego przez banki należące do systemu na rzecz zagranicy. Dostosowania bilansu płatniczego nie następują zatem poprzez ruchy złota, ale w wyniku gwarantowania krótkookresowego kredytu przez bank, który nabywa waluty zagraniczne. Zamiast wahań rezerw złota, mamy odpływ i napływ krótkoterminowego kredytu" [Młynarski, 1929, s. 79, tłum. własne].

co nie pociąga jednak za sobą jej spadku w kraju importera, gdyż BC lokuje dolary pochodzące z eksportu towarów w banku komercyjnym (BK) w kraju – centrum złota (B). Taki depozyt przynosi BC zyski w postaci odsetek (I), ale stanowi też na rynku w kraju B podstawę do kreowania kredytu, uniezależniając banki komercyjne od polityki banku centralnego [Młynarski, 1931, s. 19]. Jak podkreślał Młynarski, taki kredyt został wygenerowany nie przez oszczędności, lecz przez kapitał obrotowy eksportera z kraju A. Im więcej czeków tego typu kupował BC, zwiększając jednocześnie ilość depozytów za granicą, tym większy był poziom krótkoterminowych kredytów (miały one taki charakter tylko z nazwy, ponieważ przez lata mogły być transferowane między bankami komercyjnymi), które nie pochodziły z oszczędności, lecz z kapitału obrotowego [Młynarski, 1929, s. 82, tłum. własne]: „Nie ulega wątpliwości, że kredyt o znacznych rozmiarach, niemający podstawy w oszczędnościach może skutkować inflacją".

Rysunek 3.1. Funkcjonowanie systemu dewizowo-złotego w latach 1922–1931



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Młynarski [1929, s. 82].

Młynarski [1929, s. 83] uważał, że GES komplikował proces dostosowywania cen i, zamiast ułatwiać, utrudniał wyrównywanie światowych cen. Co więcej, w warunkach standardu złota banki centralne nie emitowały banknotów, aby nabywać waluty zagraniczne i nie akumulowały takich rezerw, a wzrost stopy procentowej przyciągał tylko kapitał prywatny generowany przez oszczędności lub kapitał obrotowy zdeponowany w bankach komercyjnych [Młynarski, 1929, s. 83]. W systemie GES także wzrost stopy procentowej przyciągał kapitał prywatny, ale oprócz niego zaczął napływać kapitał w postaci depozytów banków centralnych, który w klasycznym systemie GS nie istniał, co przyczyniło się do ekspansji kredytowej wielokrotnie przekraczającej napływ zagranicznych depozytów [Młynarski, 1929, s. 83]. Zjawisko to zaczęło utrudniać kontrolę banków centralnych z krajów GS nad rynkiem pieniądza, gdyż banki komercyjne uniezależniły się od ich nadzoru w wyniku masowego napływu kapitału zagranicznego, nie reagując na zmianę stopy procentowej, wobec czego koniecznością stały się operacje otwartego rynku

[Młynarski, 1929, s. 84]. W szczególności zaś zmiany stopy procentowej niemalże przestały oddziaływać na poziom cen, chociaż miały prawie natychmiastowy wpływ na poziom kursu walutowego [Młynarski, 1929, s. 85].

Młynarski, podobnie jak później w latach 60. XX w. Triffin, zaproponował reformę systemu GES, pozwalającą wyeliminować jego wspomniane wady. Podkreślił w tym kontekście kluczowe znaczenie bliskiej współpracy między bankami centralnymi z krajów GS oraz GES przy koordynującej roli powstałego w 1930 r. Banku Rozrachunków Międzynarodowych.

Reforma systemu powinna jego zdaniem polegać na zakazaniu bankom centralnym GES sprzedaży walut zagranicznych stanowiących komponent rezerw i lokowania ich w zagranicznych bankach komercyjnych przy jednoczesnym zezwoleniu na sprzedaż złota [Młynarski, 1931, s. 90]. Oczywiście w miarę rosnących potrzeb banki centralne GES miałyby możliwość sprzedaży walut w zamian za złoto w celu utrzymania minimalnego poziomu rezerw wymaganego statutem. Operacje te miałyby jednak charakter „specjalnych transakcji" (*special transaction*) zawieranych między bankami centralnymi za pośrednictwem Banku Rozrachunków Międzynarodowych [Młynarski, 1931, s. 90–92]. „Specjalna transakcja" polegałaby na tym, że jeżeli dany bank centralny otworzyłby w innym banku centralnym rachunek, na którym ulokowałby swoje rezerwy walutowe, to mógłby zamienić część z nich na złoto [Młynarski, 1931, s. 93]. W ten sposób tworzone byłyby rezerwy złota zdeponowane w zagranicznym banku centralnym na potrzeby przyszłych rozliczeń. Wystawiane na podstawie takich depozytów złota certyfikaty[19] stanowiłyby przedmiot kupna-sprzedaży, powodując, że w rozliczeniach dochodziłoby nie do ruchów złota, a jedynie do zmian w zapisach księgowych [Młynarski, 1931, s. 93].

Młynarski dostrzegał jednak, że jego propozycja reformy nie rozwiązałaby aktualnych problemów krajów, które nie dysponowały wystarczającymi zasobami złota. Wymagało to podjęcia odpowiednich działań przygotowawczych. Zdaniem Młynarskiego [1938, s. 138] konieczne było stworzenie nowej formy kredytu przez banki centralne krajów z niedostatecznym poziomem rezerw złota w drodze współpracy, aby uzyskać płynność bez pomocy krajów-wierzycieli. Jego koncepcja miała nieskomplikowany charakter, co zobrazował prostym przykładem. Jeżeli kraj A importuje z kraju B towary o wartości 100 mln FRF, a kraj B importuje z kraju A towary za 60 mln FRF, to rozliczenie całości jest niemożliwe, gdyż kraj A będzie dłużny 40 mln FRF [Młynarski, 1938, s. 141]. Jeśli banki centralne zawarłyby jed-

[19] Młynarski [1938, s. 136] określał te certyfikaty także mianem czeków: „Zamiast sprzedawać dewizy można by sprzedawać czeki wystawione na zagraniczne banki centralne, płatne w złocie. Byłaby to forma sprzedaży złota z depozytu zagranicznego zamiast ze skarbca na miejscu. Czeki takie czy certyfikaty winny opiewać na gramy złota i mieć ważność w ciągu określonego czasu (...)".

nak umowę, na podstawie której przyznałyby sobie wzajemnie 30 mln FRF kredytu obrotowego i umówiłyby się, „że do wysokości tego kredytu będą sprzedawać importerom za okazaniem faktury czeki kreślone opiewające na franki i ciągnione przez jeden bank centralny na drugi", to nie mogłaby powstać permanentna nadwyżka zobowiązań jednego z banków [Młynarski, 1938, s. 141]. Rozwiązanie to nie musiałoby ograniczać się do umów dwustronnych. Młynarski [1938, s. 142] był przekonany, iż jego zalety uwidoczniłyby się dopiero w przypadku rozszerzenia na wiele krajów:

> Wyobraźmy sobie jednak, że system wzajemnych kredytów obrotowych obejmie nie dwa, lecz dziesięć banków. Wówczas likwidowanie przejściowych nadwyżek zobowiązań byłoby łatwiejsze, ponieważ bank w danym momencie dłużniczy względem jednego z członków systemu może być równocześnie wierzycielem innego. *Clearing* czeków kreślonych mógłby się odbywać w trójkątnych lub wielokątnych kombinacjach. Idealnym rozwiązaniem byłoby użycie Banku Rozrachunków Międzynarodowych jako wspólnego centrum dla wszystkich uczestników systemu (...), mógłby [on] przejściowo pomagać swoim własnym kredytem bankowi dłużniczemu.

Powyższe słowa przywodzą na myśl zasadę działania specjalnych praw ciągnienia, które powstały z inicjatywy Triffina. Ich zadanie również sprowadzało się do zapewnienia płynności w przypadku niedostatecznego poziomu rezerw banków centralnych [Pszczółka, 2011, s. 318].

Warto jednak podkreślić, że w przeciwieństwie do propozycji Młynarskiego SDR-y powstały w wyniku ostrzeżeń Triffina co do ryzyka światowej deflacji, jakie niosło według niego za sobą ograniczanie deficytu bilansu płatniczego przez USA. Ostatecznie wprowadzone w 1969 r. rozwiązanie oraz towarzyszące mu wydarzenia pod koniec istnienia systemu z Bretton Woods ukazały nieadekwatność przewidywań Triffina co do braku płynności i deflacji, w ich miejsce świat mierzył się bowiem z nadmiarem płynności oraz inflacją [Bordo, McCauley, 2017, s. 7].

3.4. Młynarski *vs* Triffin

Choć zarówno Młynarski, jak i Triffin uznawali system GES za zagrażający stabilności międzynarodowego systemu walutowego, to w odmienny sposób postrzegali jego charakter. Pierwszy z nich był przekonany, iż GES ma wbudowany mechanizm inflacyjny [Młynarski, 1929, s. 87, tłum. własne]:

> Przynosząc efekty inflacyjne i komplikując proces dostosowywania się cen, standard dewizowo-złoty jest odpowiedzialny za większy zakres wahań cen w ciągu roku niż było to przed wojną. Poziom cen jest obecnie bardziej wrażliwy i niestabilny.

Młynarski spodziewał się więc, że GES doprowadzi do globalnej inflacji. Zauważył, iż w latach 1922–1927 USA cieszyły się względną stabilnością cen przy relatywnie stabilnej podaży pieniądza (rozumianej jako ilość gotówki w obiegu), której zagrażał jednak wzrost wolumenu depozytów i kredytów bankowych jako źródło przyszłej wyższej inflacji [Młynarski, 1929, s. 34; por. tabela 3.1].

Tabela 3.1. Zmiany w sferze monetarnej w Stanach Zjednoczonych w latach 1922–1927 (%)

Lata	Wzrost poziomu rezerw złota	Wzrost podaży dolara	Wzrost wolumenu kredytów	Wzrost wolumenu depozytów	Inflacja*
1922–1927	11,45	3,86	35,51	37,23	6,5

* Młynarski powołał się na dane Bureau of Labour, w których za rok bazowy przyjęto 1913 (1913 = 100). Wskaźnik poziomu cen w styczniu 1922 r. wyniósł 138, a w styczniu 1927 r. – 147. Należy pamiętać, iż w czasach Młynarskiego nie stosowano kategorii agregatów pieniężnych, którymi posługujemy się współcześnie.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Młynarski [1929].

Problemem stała się jednak deflacja wynikająca m.in. z drastycznego zmniejszenia podaży pieniądza przez System Rezerwy Federalnej (Fed) w obawie przed utratą rezerw złota. Polityka sterylizacji złota prowadzona nie tylko przez Fed, lecz także przez banki europejskie nie pozostała bez wpływu na ostry przebieg wielkiego kryzysu [Młynarski, 1931, s. 51]. Podaż dolara zmniejszyła się w latach 1929–1933 o prawie 30% w związku z drastycznym podniesieniem stopy procentowej przez Fed w 1931 r. [Friedman, Schwartz, 1963, s. 299]. Była to druga podwyżka stopy (wcześniejsza nastąpiła w 1929 r.) – tym razem z poziomu około 5% do 6% [Friedman, Schwartz, 1963, s. 304].

Kolejne lata przyniosły konkurencyjne dewaluacje. Zawieszenie przez Bank Anglii wymiany funta na złoto oraz dewaluacja funta z 4,86 USD do 3,40 USD zapoczątkowały cykl dewaluacji w latach 1931–1932 w krajach, których waluty powiązano z funtem, z kolei dewaluacja dolara względem złota z 1934 r. sięgała 41% [Leszczyńska, 2013, s. 278–279].

Jak wspomniano, Młynarski [1929, s. 87] zauważył w 1929 r., że GES miał inflacyjny charakter. Było to spowodowane faktem, iż deficyt bilansu płatniczego kraju, którego pieniądz powracał do niego (USA i Wielka Brytania), podwajał świa-

tową bazę kredytową i przyczyniał się do boomu w kraju zarówno dłużniczym, jak i kredytującym [Rueff, 2012, s. 41].

Z czasem wystąpił jednak czynnik popytowy, który spowodował deflację. Analiza pogłębiającego się w 1930 r. kryzysu dokonana przez Młynarskiego miała częściowo charakter podejścia keynesowskiego ze względu na podkreślenie wagi wystąpienia nadmiernej podaży dóbr w stosunku do popytu na nie. Mimo to za przyczynę takiego stanu rzeczy uznał on zbyt ekspansywne kredytowanie produkcji (ze względu na jego destabilizujący wpływ na gospodarkę), a nie nagły spadek zagregowanego popytu.

Wolumen kredytu powinien być dostosowany do możliwości wykorzystania go przez podmioty gospodarujące [Młynarski, 1931, s. 56]. Liczba transakcji kupna-sprzedaży w gospodarce zależy nie tylko od rezerw złota banku centralnego, rozmiaru kredytu i produkcji w różnych gałęziach gospodarki, lecz także od popytu na rynku wewnętrznym (*buying capacity of the home market*), który w przypadku podążania z opóźnieniem za wzrostem produkcji doprowadza do czasowej względnej nadprodukcji i spadku cen [Młynarski, 1931, s. 56]. Jak zaznaczał Młynarski [1931, s. 56], kredyt banku centralnego był przeznaczany na finansowanie nie konsumpcji, lecz produkcji, dlatego w sytuacji, gdy nastąpił wzrost produkcji (stymulowany kredytem) przekraczający popyt (*purchasing power of ultimate consumer*), została zaburzona równowaga między podażą i popytem, co przyniosło spadek cen oraz stagnację gospodarczą.

Wyjaśniając źródła kryzysu i złudzenie, że jego przyczyną był niedostatek złota, Młynarski [1931, s. 56] powrócił do fundamentu ekonomii, czyli do prawa Saya. W myśl tego prawa w rzeczywistości nabywamy dobra dzięki osiąganemu dochodowi (wytworzonemu produktowi), a pieniądz wyraża tylko dochód niebędący zjawiskiem monetarnym. Kupowanie na kredyt również jest ograniczone dochodem w długim okresie, gdyż nie można zadłużać się w nieskończoność. Z pewnością kredyt sam w sobie nie powiększa jednak dochodu, a jedynie go obciąża [Młynarski, 1931, s. 56]. Dodatkowo może zaburzać działanie mechanizmu cenowego, przywracającego równowagę między produkcją i konsumpcją [Młynarski, 1931, s. 61]. Dzieje się tak dlatego, że kredyt daje podmiotom płynność, zanim te wytworzą produkt (dochód), który wcale nie musi powstać [Korczyk, 2019, s. 96].

Młynarski [1931, s. 58] przytoczył dane, zgodnie z którymi w latach 1926–1928 populacja świata wzrosła o 2%, produkcja surowców i żywności o 8%, a wolumen handlu o 11%, przy czym produkcja i handel rosły jeszcze później, aż do października 1929 r. Na podstawie tych danych wysnuł wniosek, iż nadpodaż w połączeniu z powszechnymi praktykami protekcjonistycznymi musiała doprowadzić do spadku cen i spowolnienia gospodarczego. To brak nie złota, lecz długoterminowego

kapitału (pozyskiwanego z eksportu, czyli ze sprzedaży produktu) odpowiadał z powodu protekcjonizmu za głębokość kryzysu [Młynarski, 1931, s. 59]. W ten sposób została ograniczona płynność w krajach stosujących GES.

Z teoretycznego punktu widzenia produkcja danego kraju jest równa dochodowi narodowemu, a zatem nasza siła nabywcza jest równa produkcji [Młynarski, 1931, s. 59]. Oznacza to, iż prędzej czy później musi dojść do dostosowania produkcji i konsumpcji [Młynarski, 1931, s. 59]. Choć nigdy nie może wystąpić długookresowa ogólna nadprodukcja, to czasami dochodzi do względnej nadprodukcji, zwłaszcza gdy podział produkcji, który jest odpowiednikiem podziału dochodu, dokonywany jest w niewłaściwy sposób [Młynarski, 1931, s. 59]. Jak twierdził enigmatycznie Młynarski [1931, s. 59], nie tylko produkcja, ale też dystrybucja odbywa się zgodnie z określonymi prawami. O równowadze rynkowej lub jej braku decyduje to, czy droga prowadząca od producenta do finalnego konsumenta jest krótka lub długa, oraz to, czy odbywa się bez przeszkód. Potwierdziły to wydarzenia z 1930 r., gdy miliony ludzi w Stanach Zjednoczonych i Europie głodowały w wyniku bezrobocia, a producenci żywności walczyli z niskimi cenami. Powód tej sytuacji Młynarski [1931, s. 59] wyjaśnił w jasny sposób – tylko niewielka część dochodu narodowego danego kraju znajduje się w rękach konsumentów[20].

Od 1913 r. w większości krajów produkcja znacząco wzrosła, zwiększył się też dochód *per capita*, ale popyt pozostawał w tyle za przyrostem produkcji [Młynarski, 1931, s. 60]. Problemem było to, że ceny hurtowe wyraźnie spadły, podczas gdy ceny detaliczne prawie się nie zmieniły, przez co koszty życia konsumentów zamiast obniżać się – rosły [Młynarski, 1931, s. 61]. Na przykład w Niemczech w latach 1925–1929 ceny hurtowe spadły o 6,1% przy wzroście kosztów życia o 11,5%; we Francji w ciągu jednego tylko roku (1929) ceny hurtowe spadły o 10,9%, a koszty życia wzrosły o 1,9% [Młynarski, 1931, s. 61]. Według Młynarskiego [1931, s. 61] za taki stan rzeczy odpowiadał rozwój masowego systemu produkcji, który wymagał masowej sprzedaży, aby uskutecznić obniżanie jednostkowych kosztów produkcji. Niestety realny dochód konsumentów nie zwiększał się w takim tempie, które pozwalałoby na wzrost wydatków, co było spowodowane nadmiernym opodatkowaniem [Młynarski, 1931, s. 63; por. tabela 3.2].

[20] Rozumowanie Młynarskiego można powiązać z podziałem konsumentów wprowadzonym przez Jean-Baptiste'a Saya na produktywnych (wytwarzających użyteczne dobra i usługi) oraz nieproduktywnych (przechwytujących dochód tych pierwszych w formie podatków, które dają im siłę nabywczą), co sprawia, że w sferze konsumpcji zamiast producenta pojawia się np. urzędnik lub kapłan [Korczyk, 2019, s. 44]. Ostatecznie produktem płacimy za produkt, przy czym konsumenci nieproduktywni płacą cudzym produktem.

Tabela 3.2. Wzrost wydatków rządowych w 1928 r. w porównaniu z 1913 r. (%)[21]

Kraj	Wzrost wydatków
Wielka Brytania	344
Francja	82
Niemcy	144
Włochy	130
Stany Zjednoczone	434

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Młynarski [1931, s. 62].

Młynarski [1931, s. 64] podkreślił, że wraz ze zmniejszającymi się obrotami w handlu i spadającymi cenami hurtowymi nie odnotowano spadku wpływów do budżetów państw, a udział państwa w dochodzie narodowym wzrastał.

Skoro państwo przejmuje znaczną część dochodu narodowego kosztem produkcji prywatnej, to z czasem musi zacząć spełniać coraz więcej funkcji, które wcześniej były zarezerwowane dla sektora prywatnego [Młynarski, 1931, s. 64]. Według Młynarskiego państwo ogranicza akumulację kapitału, wzrost dochodu narodowego, a także możliwości konsumpcyjne jednostek. W okresie międzywojennym rząd z jednej strony starał się świadomie wspierać rodzimą produkcję (np. dzięki protekcjonizmowi), a z drugiej podatkami ograniczał konsumpcję [Młynarski, 1931, s. 65]. Wbrew słowom Johna Keynesa Młynarski uważał jednak, iż należy ograniczyć wydatki publiczne oraz obniżyć podatki, aby pomóc gospodarce wyjść z recesji[22].

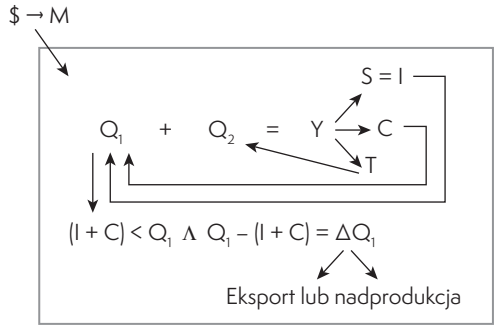
Młynarski uzasadniał to stanowisko faktem, iż rząd poprzez swoje wydatki tworzy gałęzie gospodarki, które nie zaspakajają potrzeb sektora prywatnego, mimo że korzystają z jego zasobów (opodatkowanie jest dochodem sektora publicznego)[23]. Rozrost państwa w gospodarce funkcjonującej w ramach GES przy upowszechnianiu się barier celnych stworzył według Młynarskiego wyjątkowo podatny grunt dla kryzysu lat 30. XX w. Mechanizm powstawania względnej nadprodukcji w gospodarce obrazuje rysunek 3.2.

21 Chociaż Młynarski nie wskazuje tego wprost, porównanie dotyczy prawdopodobnie cen stałych.

22 Zob. „Bez redukcji wydatków publicznych nie będzie możliwe zmniejszenie ciężaru podatkowego obciążającego krajową akumulację kapitału, a tym samym hamującego tempo wzrostu indywidualnych dochodów. Jak długo nie jesteśmy w stanie przyspieszyć tempa wzrostu indywidualnych dochodów, tak długo nie możemy przyspieszyć tempa wzrostu konsumpcji" [Młynarski, 1931, s. 65, tłum. własne].

23 Młynarski nie odniósł się do prawa Wagnera z 1883 r., zgodnie z którym udział państwa w gospodarce zwiększa się wraz z bogaceniem się społeczeństwa z uwagi na wzrost znaczenia rządu jako oferenta dóbr publicznych [Bartkowiak, 2013, s. 170].

Rysunek 3.2. Wpływ opodatkowania i protekcjonizmu na gospodarkę GES



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Młynarski [1931, s. 60–65].

Zgodnie z zaprezentowanym schematem do gospodarki kraju GES wpływają pożyczki dolarowe (USD), które stanowiły rezerwy banku centralnego przekształcane w walutę krajową (M). Młynarski wprowadził tu wyraźny podział produktów: w gospodarce danego kraju wytwarzane są dobra konsumpcyjne i produkcyjne, na potrzeby sektora prywatnego (Q_1), oraz dobra nabywane przez sektor publiczny (Q_2, np. sprzęt wojskowy). Produkcja przekształca się w dochód (Y), który jest w części oszczędzany (S), a następnie inwestowany (I), konsumowany (C) oraz przechwytywany przez państwo w postaci podatków (T). Sektor prywatny przeznacza I oraz C na nabycie Q_1, a sektor publiczny przeznacza T na nabycie Q_2. W wyniku udoskonaleń w produkcji masowej Q_1 przewyższa łączne wydatki sektora prywatnego, więc w sytuacji braku barier w handlu międzynarodowym nadwyżka może być eksportowana, co umożliwia spłatę pożyczek dolarowych. W przeciwnym wypadku pojawia się względna nadprodukcja, która nie może zostać wchłonięta przez sektor prywatny, gdyż jego dochód jest pomniejszony przez opodatkowanie. Dlatego Młynarski uważał, iż skoncentrowanie się tylko na zniesieniu barier w handlu międzynarodowym nie rozwiązałoby problemu GES, wobec czego konieczne byłoby zmniejszenie opodatkowania oraz wydatków publicznych.

W krajach GS (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania) rezerwy banków centralnych krajów GES stanowiły z kolei podstawę do ekspansji kredytowej, która pozwalała finansować produkcję, przynosząc podobne skutki do zarysowanych wyżej. Względna nadprodukcja stanowiła globalny problem, prowadząc do deflacji. Paradoks Młynarskiego odnosił się wobec tego do rzeczywistości, w której zagrożenie brakiem wymienialności kluczowych walut na złoto wynikało z nadmiernego kredytowania produkcji, czemu sprzyjało lokowanie rezerw walutowych banków centralnych działających w ramach GES na rachunkach zagranicznych banków komercyjnych. Z kolei zagrożenie ograniczeniem płynności w przypadku reszty

świata było spowodowane stosowaniem praktyk protekcjonistycznych, w szczególności przez Stany Zjednoczone. Jak zaznaczono wcześniej, paradoks systemu polegał na tym, iż Stany Zjednoczone z jednej strony chciały zapewnić Europie płynność, zalewając ją kredytami[24], a z drugiej zmniejszały płynność, ograniczając import z Europy.

Młynarski postrzegał zbyt duże obciążenia celne, ograniczające handel międzynarodowy, za istotne zagrożenie dla procesów dostosowawczych w gospodarce światowej. Obawy budziły jego zdaniem w szczególności wysokie bariery celne nakładane przez Stany Zjednoczone na towary europejskie [Młynarski, 1929, s. 97]. Jak twierdził, w okresie międzywojennym w międzynarodowych stosunkach gospodarczych dominował merkantylizm. W Stanach Zjednoczonych uzasadniano to ochroną poziomu życia robotników, w Europie Zachodniej – brakiem regulowania reparacji wojennych przez Niemcy, a w krajach utworzonych na mocy traktatu wersalskiego brakiem rezerw złota oraz walut pozwalających na udział w handlu międzynarodowym na zasadach liberalizmu [Młynarski, 1929, s. 106].

Młynarski przypuszczał, że GES utrudniał powrót do liberalizmu w handlu międzynarodowym, który wymagał wolnego obrotu złotem. Pamiętać też trzeba, że w obiegu nie było już złotych monet, których wcześniej używano w pierwszej kolejności do regulowania bilansu płatniczego. W systemie GES rezerwy banków centralnych stanowiły środek do realizacji tego celu. Ta zmiana przyczyniła się do umocnienia postawy merkantylistycznej wśród polityków [Młynarski, 1929, s. 108]. W kraju odnotowującym deficyt w bilansie płatniczym rezerwy odpływały i podnoszono stopę procentową, co w standardzie złota przyczyniłoby się do spadku cen i wyższej konkurencyjności eksportu, a następnie do poprawy bilansu płatniczego. Niestety w systemie GES podniesienie stopy powodowało napływ kapitału zagranicznego, który opóźniał spadek cen, a czasami w ogóle go uniemożliwiał [Młynarski, 1929, s. 109]. Według Młynarskiego koniecznym warunkiem powrotu do wolnego handlu był wolny handel złotem (banki centralne krajów GES kupowały złoto, ale go nie sprzedawały, z kolei kraje GS wymieniały swoje waluty na złoto).

Młynarski uważał także, iż system GES działał poprawnie tylko w okresach dobrej koniunktury, jakikolwiek kryzys mógł natomiast spowodować masową

[24] Zob. „Ameryka zalała świat pożyczkami, ale jednocześnie podnosiła stopniowo swoją barierę celną, chociaż miała stale czynny bilans handlowy. W tych warunkach repatriacja złota nie mogła się rozwinąć, ponieważ nowe długi zaciągano na spłatę rat i procentów od długów starych, względnie pożyczki służyły na pokrywanie nadwyżek importowych z Ameryki. Zamiast repatriacji złota rozwinęła się inflacja kredytu. Równolegle waluta dewizowo-złota ułatwiała ten proces inflacyjny w skali międzynarodowej, ponieważ akumulacja dewiz rosła z roku na rok i jako zapas krótkoterminowego pieniądza przelewała się z rynku na rynek, stanowiąc dodatkowe źródło kredytu międzynarodowego" [Młynarski, 1938, s. 121].

wymianę rezerw na złoto, dlatego żadnymi politycznymi traktatami nie sposób było wyeliminować ryzyka i niepewności tego systemu [Młynarski, 1929, s. 90]. Uznawał za absurdalny system, który pozwalał sprawnie koordynować współpracę GS oraz GES w czasach „normalnych" (w okresie dobrej koniunktury), ale nie zawierał żadnych zabezpieczeń na wypadek kryzysu.

Młynarski był przekonany, że system ten byłby lepiej skoordynowany, gdyby istniała większa liczba centrów złota niż zaledwie kilka krajów oraz gdyby wprowadzono limity wolumenu walut emitowanych przez banki centralne systemu GES na zakup rezerw.

Uważał też, iż ze względu na brak międzynarodowej waluty oraz jednakowej siły nabywczej złota na całym świecie waluta lokalnie najsilniejsza jest jednocześnie tą, która wywiera największy wpływ na inne waluty [Młynarski, 1929, s. 64]. Wobec tego nawet standard złota nie był w stanie uniezależnić się od systemu monetarnego kraju o najbardziej rozwiniętej gospodarce. Po I wojnie światowej to gospodarka amerykańska odpowiadała m.in. za 53% stali i 72% ropy w światowych zasobach [Młynarski, 1929, s. 66]. Zdaniem Młynarskiego trudno było brać pod uwagę zdetronizowanie dolara jako głównej waluty rezerwowej, wobec czego konieczne stało się uczynienie nowego systemu GES efektywnym na miarę standardu złota sprzed 1914 r.

Rozprawiając w duchu ekonomii klasycznej, Młynarski podkreślał, że wymiana międzynarodowa jest w rzeczywistości wymianą dóbr i usług. W ramach systemu GS kruszec pozostawał tylko technicznym środkiem ułatwiającym wymianę, będąc jednocześnie produktem jak wszystkie inne dobra w gospodarce. Gdy dany kraj odnotował ujemny bilans płatniczy, złoto jako jego realne bogactwo (równoważne np. stali) stanowiło pokrycie deficytu [Młynarski, 1929, s. 80]. Otrzymanie czeku w systemie GES w walucie zagranicznej na pokrycie zobowiązań nie było tym samym, gdyż bank przyjmujący go otrzymywał nie produkt, lecz roszczenie [Młynarski, 1929, s. 80]. Dłużnik nie płacił dobrami mającymi realną wartość, ale niewiele wartym papierem. Waluty nie zastępowały złota w rozliczeniach międzynarodowych, gdyż były tylko kredytem, przepływ walut z kraju do kraju nie stanowił zatem transferu bogactwa, lecz jego iluzję [Młynarski, 1929, s. 81][25].

Wspólnym elementem dylematu Triffina i paradoksu Młynarskiego była obawa o wymienialność dolara na złoto w wyniku zwiększenia podaży dolara w stosunku do kruszcu (w przypadku Młynarskiego dotyczyło to lokowania rezerw na opro-

25 W podobny sposób opisał ten problem Rueff [2012, s. 38]: „*gold exchange standard* stworzył w ten właśnie sposób rewolucyjną zmianę w finansach światowych i zrodził tajemnicę «deficytu bez łez». Mechanizm ten pozwolił krajom emitującym walutę cieszącą się największym prestiżem na «dawanie bez zabierania», «udzielanie kredytów bez pożyczania», «kupowanie bez płacenia»".

centowanych kontach w zagranicznych bankach komercyjnych, podczas gdy Triffin miał tu na myśli ciągłe zwiększanie deficytu bilansu płatniczego przez Stany Zjednoczone). Warto podkreślić, że Młynarski postrzegał również deficyt bilansu płatniczego jako źródło przyszłych problemów kraju o walucie złotej. Jeżeli kraj chciał przyciągać złoto, jego bilans płatniczy musiał być dodatni, co z kolei wymagało odpowiednich możliwości produkcyjnych gospodarki narodowej [Młynarski, 1931, s. 56]. W sytuacji gdy bilans był ujemny, napływ złota umożliwiały wyłącznie pożyczki zagraniczne, które musiały jednak zostać spłacone w przyszłości [Młynarski, 1931, s. 56]. Rzeczywistym problemem obu systemów dewizowo-złotych był jednak sztywny oficjalny kurs walut rezerwowych wobec złota, czyli to, co stanowiło o ich istocie.

Zagadnienie sztywności kursu należy jednak umieścić w jeszcze szerszym kontekście, aby wydobyć jego znaczenie i uzupełnić argumentację badaczy w zakresie analizy wad systemu z Bretton Woods.

Już w pierwszych dekadach XIX w. francuski ekonomista Jean-Baptiste Say dostrzegł, że ingerencja rządu w określanie wartości kruszcu w monetach musiała kończyć się nierzadko niepowodzeniem, ponieważ wprowadzano w ten sposób sztucznie stały stosunek w miejsce zmiennego [Say, 1960, s. 385]. Jak zauważył, pewna ilość złota (zawsze ta sama) musiała być równa np. 20 FRF. W rzeczywistości jednak wartość monety determinowana jest wyłącznie przez transakcje kupna i sprzedaży, które mają z konieczności charakter wolny [Say, 1960, s. 391]. Według Saya władze monetarne powinny oznaczać wyłącznie wagę kruszcu na monetach w zamian za zyski (seniorat), ale stosunek kruszcu do innych towarów powinien być ustalany w wyniku działania popytu i podaży. Przypisywanie wartości nominalnej monecie uważał za błąd zaburzający funkcjonowanie mechanizmu cenowego, który w długim okresie doprowadzi wbrew intencjom do ustalenia się odpowiednich relacji cenowych[26].

Młynarski [1938, s. 125] zauważył ten problem w odniesieniu do GES. Stwierdził, że rozwój światowej gospodarki odbywa się w ramach dwóch sprzecznych tendencji: pierwszą jest tendencja wartości wymiennej kruszców monetarnych do ciągłego wzrastania, a drugą tendencja do utrzymywania ich cen na stałym poziomie przez władze monetarne. Młynarski [1938, s. 125] postawił wobec tego tezę

[26] Dla zobrazowania tego zjawiska Say posłużył się przykładem zmiany zawartości kruszcu w średniowiecznym funcie (karolińskim). W czasach panowania Karola Wielkiego funt składał się z 12 uncji srebra, ale już za rządów Filipa I odlewano go z 8 uncji srebra, czyli dwóch trzecich pierwotnej zawartości kruszcu [Say, 1960, s. 391]. W krótkim okresie, to jest zanim uczestnicy transakcji zorientowali się, że otrzymują dwie trzecie należności wyrażonych w srebrze, oznaczało to stratę. Dopiero gdy zostały zawarte nowe umowy, przywrócono wcześniejsze stosunki w rozliczeniach [Say, 1960, s. 392].

w duchu rozważań Saya, iż ostatecznie w długim okresie kluczowy wpływ na ceny ma zawsze realna wartość zamienna i wraz z jej wzrostem następuje wzrost cen:

> Dzieje pieniądza wykazują tendencję do ciągłej i stopniowej dewaluacji, tzn. do podnoszenia ceny, płaconej w monetach lub banknotach za kilogram odnośnego kruszcu. W dziejach tych rządzi nie prawo Cassela o 3% przyroście kruszcu ani żadna inna formuła matematyczna, ale prawo fundamentalnej sprzeczności między tendencją wartości zamiennej kruszców monetarnych do ciągłego wzrastania i tendencją cen, płaconych za te kruszce, do utrzymania się na stałym poziomie.

Po I wojnie światowej złoto napłynęło do Stanów Zjednoczonych, gdzie doszło do podwojenia cen wyrażonych w dolarach i do zmniejszenia o połowę realnej wartości złota [Mundell, 1999, s. 227]. Jeśli porównamy ceny z 1930 r. (100) z cenami z 1914 r. i 1920 r., to okaże się, że wynosiły one kolejno 78,4% oraz 178,7% przy niezmienionym parytecie złota [Mundell, 1999, s. 227]. Jak widać, utrzymywanie sztywnej ceny złota odbiegało od zmian w ogólnym poziomie cen.

Rozumując przez analogię, można zauważyć, że powojenny GES wykazywał podobną wadę. System z Bretton Woods miał być systemem waluty kierowanej ze sztywnymi parytetami, podlegającymi jednak modyfikacji w przypadku fundamentalnej nierównowagi [Bordo, Eichengreen, 1993, s. 28, 61]. Pierwszy kryzys zaufania do dolara miał miejsce w 1960 r., gdy cena złota w Londynie została wywindowana do 40 USD za uncję, podczas gdy oficjalny parytet dolara wynosił 35 USD za uncję [Bordo, Eichengreen, 1993, s. 69]. Oznacza to, iż rynek wskazywał na przewartościowanie dolara względem złota. Udało się jednak utrzymać parytet dzięki natychmiastowemu stworzeniu tzw. *gold pool*, czyli instytucji koncentrującej się na polityce podtrzymywania kursu dolara [Rueff, 2012, s. 165]. Interwencja USA (transport złota do Londynu) oraz zobowiązanie się banków centralnych z grupy G10[27] do odmowy zakupu złota powyżej oficjalnego parytetu okazały się skuteczne [Bordo, Eichengreen, 1993, s. 69]. Wydaje się, że już wtedy konieczna była dewaluacja dolara, której ostatecznie nie dokonano z przyczyn prestiżowych oraz politycznych, o czym wspomniano przy okazji omawiania poglądów Triffina na tę kwestię.

System z Bretton Woods musiał upaść w świetle nadmiernej emisji dolara w stosunku do rezerw złota. Fed prowadziła ekspansywną politykę pieniężną już od 1961 r., stawiając dążenie do pełnego zatrudnienia ponad działaniami zmierzającymi do utrzymania stabilności cen [Bordo, Eichengreen, 1993, s. 1970]. Infla-

[27] Do grupy najbardziej uprzemysłowionych krajów w latach 60. XX w. należały: Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Kanada, Francja, Niemcy Zachodnie, Włochy, Holandia, Belgia, Szwecja, Japonia [Britannica, 2022].

cja zaczęła rosnąć już w 1964 r., a w 1965 r. nasiliło ją kolejne zwiększenie podaży dolara służące finansowaniu programu tzw. *Great Society* oraz wojny w Wietnamie [Bordo, Eichengreen, s. 70]. Uzasadnioną jest teza, iż USA złamały zasadę standardu dolarowego, rezygnując z dbałości o stabilny poziom cen [Bordo, Eichengreen, 1993, s. 82]. Triffin przekonywał jednak o ryzyku deflacji, jakie niósł za sobą system z Bretton Woods, i sprzeciwiał się dewaluacji dolara. Wbrew jego oczekiwaniom okazało się, że w 1965 r. nastąpił w USA gwałtowny wzrost podaży pieniądza, co rok później przełożyło się na inflację [Bordo, 1993, s. 70]. W ciągu ostatnich czterech miesięcy 1965 r. podaż pieniądza zwiększyła się o 6,8% r/r [Burger, 1969, s. 16]. Łączny wzrost tego wskaźnika w latach 1965–1970 wyniósł natomiast 38% [Statistical Abstract, 1977, s. 553].

Na zjawiska monetarne nałożyły się czynniki ze sfery realnej, które pogłębiły przepaść między rynkową i oficjalną wartością dolara. Z jednej strony w 1966 r. odnotowano spadek światowej produkcji złota oraz wzrost popytu na nie ze strony sektora prywatnego, z drugiej zaś pojawiły się różnice w produktywności gospodarek: szybki wzrost poziomu produkcji dóbr trwałych w Niemczech (RFN) oraz w Japonii, wskazujący na niedowartościowanie walut tych krajów [Bordo, Eichengreen, 1993, s. 61, 70].

Biorąc pod uwagę powyższe spostrzeżenia, USA powinny były zdewaluować dolara. Nie zrobiły tego jednak w obawie przed utratą zaufania, chociaż miały taką możliwość [Bordo, Eichengreen, 1993, s. 87].

Mimo że zarówno Młynarski, jak i Triffin analizowali wady systemu GES, który w obu okresach (międzywojennym i po II wojnie światowej) opierał się na używaniu walut mających pokrycie w złocie jako rezerw banków centralnych działających w ramach GES (po II wojnie światowej był to już tylko dolar), nie sposób pominąć fundamentalnych zmian, jakie wystąpiły w polityce pieniężnej Stanów Zjednoczonych jako kraju emitującego walutę rezerwową. W okresie międzywojennym restrykcyjna polityka pieniężna doprowadziła do upadku systemu dewizowo-złotego, a system z Bretton Woods przestał istnieć w wyniku ekspansywnej polityki monetarnej.

3.5. Zakończenie

Dylemat Triffina nie może być nazywany dylematem Młynarskiego, gdyż ten drugi okazał się paradoksem, co oznacza, że koncepcje te nie są tożsame. Dylemat Triffina stanowi w pewnym stopniu rozwinięcie wspomnianego paradoksu, ponieważ odnosi się do problemów zagrożenia wymienialności dolara na złoto oraz

ograniczenia płynności finansowej krajów GES w sensie wyboru między zwiększaniem deficytu bilansu płatniczego przez Stany Zjednoczone a jego redukowaniem, co musiało według Triffina doprowadzić ostatecznie do światowej deflacji. Paradoks Młynarskiego ukazuje natomiast, że pozornie inflacyjny system walutowy (lokowanie rezerw banków centralnych GES na oprocentowanych rachunkach krajów GS) spowodował deflację ze względu na ograniczanie płynności krajów GES za sprawą protekcjonistycznych praktyk Stanów Zjednoczonych (GS).

Należy również podkreślić, że obydwie konstrukcje teoretyczne powstały w odmiennych realiach gospodarczych, które wpłynęły wyraźnie na stanowiska zajęte przez obu autorów co do wad systemu dewizowo-złotego. Młynarski po doświadczeniach I wojny światowej postrzegał inflację jako główne zagrożenie dla systemu GES, co akcentował w pracy z 1929 r. Analiza przyczyn kryzysu z lat 30. XX w. doprowadziła go do przekonania, że podział dochodu w gospodarce oraz protekcjonizm (w obu przypadkach błędy polityki gospodarczej) spowodowały deflację. Z kolei Triffin sformułował swój dylemat na podstawie doświadczeń wyniesionych z okresu deflacji, którą uznawał za największe zagrożenie związane z GES. Rzeczywistość przyniosła jednak inflację zgodnie z pierwotnymi oczekiwaniami Młynarskiego.

Obaj autorzy postulowali reformę systemu GES, która pozwoliłaby światu uniezależnić się w pewnym stopniu od polityki pieniężnej kraju emitującego walutę rezerwową. Propozycja Młynarskiego sprowadzała się do współpracy banków centralnych koncentrujących się wokół Banku Rozrachunków Międzynarodowych utworzonego w 1930 r., Triffin postulował natomiast zaangażowanie istniejącego od 1944 r. Międzynarodowego Funduszu Walutowego jako instytucji tworzącej aktywa rezerwowe banków centralnych na podstawie ich udziałów. Być może „specjalne transakcje" Młynarskiego zainspirowały Triffina do stworzenia specjalnych praw ciągnienia, będących sposobem przekształcania rezerw walutowych na prawa do złota oraz generowania kredytu dla kraju o ujemnym bilansie płatniczym.

Warto podkreślić, że obaj ekonomiści różnili się w poglądach dotyczących teorii ekonomii. Młynarski był zwolennikiem ekonomii klasyczno-neoklasycznej wraz z charakterystycznym dla niej naciskiem na rolę mechanizmu rynkowego w przywracaniu równowagi makroekonomicznej, Triffin uważał natomiast, że ze względu na zawodność rynku niezbędny jest w tym przypadku interwencjonizm rządu[28]. Mimo tak fundamentalnej rozbieżności stanowisk względem teorii obaj krytycznie odnosili się do systemu GES.

---

28 Interesujący jest fakt, iż Triffin, podobnie jak Młynarski, zanim zajął się ekonomią, studiował filozofię. Wpływ życiorysu Młynarskiego na jego poglądy ekonomiczne został pominięty w niniejszym opracowaniu, gdyż dostępna jest obszerna publikacja Głowińskiego *Feliks Młynarski 1884–1972*

Bibliografia

Balicki, A. (2013). Dylemat Triffina we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym, *Studia Ekonomiczne Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 129, s. 107–116.

Bartkowiak, R. (2013). *Ekonomia rozwoju*. Warszawa: PWE.

Bąk, H. (2014). Wybrane problemy funkcjonowania strefy euro – wnioski dla Polski. W: *Wybrane aspekty funkcjonowania Polski w Unii Europejskiej. Bilans dziesięciu lat członkostwa* (s. 40), H. Bąk, G. Wojtkowska-Łodej (red.). Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Bordo, M. (1999). *The Gold Standard and Related Regimes: Collected Essays*. Cambridge: Cambridge University Press.

Bordo, M., Eichengreen, B. (1993). *A Retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. Chicago–London: The University of Chicago Press.

Bordo, M., McCauley, R. (2017). Triffin: Dilemma or Myth?, *BIS Working Papers*, 684, https://www.bis.org/publ/work684.pdf (dostęp: 2.01.2022).

Britannica (2022). *Special Drawing Rights*, https://www.britannica.com/topic/international-payment/Special-Drawing-Rights#ref125 847 (dostęp: 2.01.2022).

Burger, A. (1969). *A Historical Analysis of the Credit Crunch of 1966*, https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/69/09/Historical_Sep1969.pdf (dostęp: 13.02.2022).

Eichengreen, B., Flandreau, M. (2016). *Central Banks at a Crossroads. What Can We Learn from History*. Cambridge: Cambridge University Press.

Eichengreen, B., Hatton, T. (1988). *Interwar Unemployment in International Perspective*, *IRLE Working Paper*, 12/88.

Friedman, M., Schwartz, A. (1963). *A Monetary History of the United States 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press.

Głowiński, T. (2012). *Feliks Młynarski 1884–1972*. Wrocław: Gajt.

Kopaliński, W. (2000). *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych*. Warszawa: Świat Książki.

Korczyk, M. (2019). *Wpływ prawa rynków Saya na rozwój ekonomii głównego nurtu*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Kotarbiński, T. (1986). *Elementy teorii poznania logiki formalnej i metodologii nauk*. Warszawa: Państwowe Wydawnictwo Naukowe.

Lerner, W. (1977). *Statistical Abstract of the United States 1977*. Washington: Bureau of the Census.

Leszczyńska, C. (2013). *Polska polityka pieniężna i walutowa w latach 1924–1936*. Warszawa: Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego.

Maes, I. (2021). *Robert Triffin. A Life*. Oxford: Oxford University Press.

z 2012 r. Można dzięki niej prześledzić m.in. ewolucję poglądów politycznych Młynarskiego, który zerwał ze środowiskiem endecji, krytykując „hałaśliwy antysemityzm" Romana Dmowskiego [Głowiński, 2012, s. 257].

Maes, I., Pasotti, I. (2022). Robert Triffin, Japan and the Quest for Asian Monetary Union, *NBB Working Paper Research*, 405, https://www.nbb.be/en/articles/robert-triffin-japan--and-quest-asian-monetary-union (dostęp: 18.04. 2022).
Młynarski, F. (1925). *Kryzys i reforma walutowa*. Lwów–Warszawa: Książnica Atlas.
Młynarski, F. (1929). *Gold and Central Banks*. New York: The Macmilan Company.
Młynarski, F. (1931). *The Functioning of the Gold Standard*. Geneva: League of Nations.
Młynarski, F. (1938). Złoto i przyszła waluta złota. W: *Pamiętnik trzydziestolecia Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie 1906–1936*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
Mohan, R., Patra, M., Kapur, M. (2013). The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go?, *IMF Working Paper*, 2013/224.
Mundell, A.R. (1999). *A Reconsideration of the Twentieth Century*, https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/mundell-lecture.pdf (dostęp: 1.03.2022).
Polański, Z. (2008). Wprowadzenie. System finansowy w gospodarce rynkowej. W: *System finansowy w Polsce* (s. 15–65), B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), t. 1. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
Pszczółka, I. (2011). Znaczenie specjalnych praw ciągnienia (SDR) w międzynarodowym systemie walutowym, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 174, s. 317–326.
Rueff, J. (2012). *Grzech monetarny Zachodu*. Warszawa: Fijor Publishing.
Say, J.B. (1960). *Traktat o ekonomii politycznej*. Warszawa: Państwowe Wydawnictwo Naukowe.
SJP PWN (2022). *Treść*, https://sjp.pwn.pl/szukaj/tre%C5%9B%C4%87.html (dostęp: 1.02.2022).
Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven: Yale University Press.
Xiaochuan, Z. (2009). *Reform the International Monetary System*, https://www.bis.org/review/r090402c.pdf (dostęp: 1.03.2022).

MŁYNARSKI *VS* TRIFFIN: ONE OR TWO DILEMMAS?

Abstract

Despite the collapse of the Bretton Woods System, the Triffin dilemma is a valid concept. It allows for the identification of the risk of using a national currency (i.e., the US dollar) as the world reserve currency.

There is an opinion that the Triffin dilemma should be called the Młynarski dilemma due to the fact that Triffin was inspired by Młynarski's view that the gold exchange standard was defective. The purpose of this article is to answer the question whether the Triffin dilemma's content (logic) coincides with the Młynarski dilemma's content. In the paper

the work titled *Gold and Central Banks* (1929) by Feliks Młynarski has been analysed, since this book is considered as a source of the Triffin dilemma. In addition, Młynarski's *The Functioning of the Gold Standard* (1931) has been reviewed, as Triffin referred to this book in his work *Gold and the Dollar Crisis* (1960).

It turned out that the Młynarski dilemma is a paradox in reality, therefore, it is not identical to the Triffin dilemma, which is, to some extent, the evolution of Młynarski's concept. The Triffin dilemma concerns the risk of suspension of the reserve currency convertibility and the limitations to financial liquidity in the countries where the gold standard had been applied. In turn, the Młynarski paradox shows that the apparently inflationary monetary system in fact caused deflation. Both economists suggested reforms to improve the gold exchange standard. Perhaps the idea of "special transactions" introduced by Młynarski was an inspiration for the "special drawing rights", being a way of transforming currency reserves into the rights to gold and granting credit for countries with a negative balance of payments.

Keywords: Bretton Woods, Triffin dilemma, Feliks Młynarski, Młynarski paradox, Robert Triffin

JEL Classification: B22, B26, B27, B31

Rozdział 4

STREFA EURO JAKO DZIEDZICTWO I ZWIEŃCZENIE CHYBIONYCH KONCEPCJI Z BRETTON WOODS

Adam Koronowski

Abstrakt

Podstawową cechą systemu z Bretton Woods, podobnie jak międzywojennego systemu dewizowo-złotego, było stosowanie kursów, których wartości określano na podstawie decyzji urzędowych. Wobec tej podstawowej cechy obu systemów słaby i iluzoryczny związek pieniądza ze złotem, po wojnie ograniczony do dolara amerykańskiego, był właściwością, która może wydawać się ciekawa ze względów historycznych, ale nie miała kluczowego znaczenia dla funkcjonowania obu systemów. Upadek systemu z Bretton Woods wiązał się z odmową wymienialności dolara na złoto, przede wszystkim oznaczał jednak koniec międzynarodowego systemu kursów sztywnych wyznaczanych na podstawie decyzji urzędowych. System taki, jako bezpośrednia kontynuacja systemu z Bretton Woods, został zachowany w EWG, w szczególności w postaci ERM, a następnie zastąpiony europejską unią monetarną. ERM dzielił z nieistniejącym już systemem z Bretton Woods wszystkie wady sztywnych kursów urzędowych, a euro nadało temu zjawisku nowy wymiar poprzez wyeliminowanie wszelkiej możliwości rozładowywania narastających napięć i stanu nierównowagi za pomocą zmiany kursu.

Słowa kluczowe: Bretton Woods, euro, kursy sztywne

Kody JEL: E42, E58, F36, F45

4.1. Wprowadzenie

System z Bretton Woods miał stanowić odpowiedź na wady międzywojennego systemu walutowego jako międzynarodowy konsensus w zakresie uzgodnionych zasad polityki kursowej zapobiegających agresywnym dewaluacjom. Był też kolejnym krokiem w kierunku zniesienia związku pieniądza ze złotem. W miejsce międzywojennego systemu dewizowo-złotego przyjęto rozwiązanie, w którym tylko dolar stanowił centralną walutę wymienialną na złoto, jedynie Stany Zjednoczone posiadały bowiem po wojnie rezerwy złota umożliwiające przyjęcie zobowiązania wymienialności. System międzywojenny i system z Bretton Woods przejawiały jednak wspólne cechy zasadnicze – były to systemy kursów ustalanych w drodze decyzji urzędowych[1]. Tak ustanawiane kursy są zwykle kursami sztywnymi. Niezmienność kursu jest jednak wtórna wobec sposobu ich wyznaczania decyzjami urzędowymi, a nie w drodze swobodnej gry rynkowej. Kursy sztywne rzadko okazywały się jednak trwale stabilne, a w okresie międzywojennym zmian kursu aktywnie i celowo dokonywano dla osiągnięcia wewnętrznych celów gospodarczych.

W czasach wielkiego kryzysu pozostające w gestii władz krajowych decyzje kursowe (zmiany parytetu) służyły pobudzaniu koniunktury. W systemie z Bretton Woods były one zaś formalnie przedmiotem międzynarodowych regulacji, których stosowanie podlegało ocenie Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), a kursy sztywne stawały się ograniczeniem w zakresie aktywnej polityki kształtowania koniunktury wewnętrznej. Problem ten zignorowały nawet – a może przede wszystkim – Stany Zjednoczone odpowiedzialne za centralną walutę systemu. W obu przypadkach kursy urzędowe stały w sprzeczności ze swobodnym utrzymywaniem równowagi płatniczej i wymagały istotnych restrykcji dewizowych. System z Bretton Woods, w którym zadanie promowania wymienialności walut powierzono MFW, był zatem wewnętrznie niespójny. Oba systemy cechowała także iluzoryczna i nietrwała wymienialność na złoto oraz immanentna i ostatecznie destrukcyjna niestabilność.

Upadek systemu z Bretton Woods nie powinien być z dzisiejszej perspektywy przedmiotem kontrowersji – sam w sobie stanowi bowiem dostateczny dowód na to, że leżące u jego podstaw koncepcje były chybione. Nie bez powodu upadek ten rozpoczął okres prymatu kursów płynnych. Nie oznacza to, że kursy sztywne zupełnie zarzucono. Jedynym wszakże istotnym przypadkiem utrzymania międzynarodowego systemu kursów sztywnych, będącym zresztą bezpośrednią kontynuacją zasad z Bretton Woods, była europejska integracja monetarna, którą cechowała również trwała niestabilność, czego najbardziej wyrazistym przykładem o syste-

[1] Kursy takie określam krótko mianem kursów urzędowych.

mowym podłożu był upadek mechanizmu ERM na początku lat 90. ubiegłego wieku. Mimo to europejska integracja monetarna została „zwieńczona" utworzeniem strefy euro, co wyeliminowało wszelkie, choćby następujące poprzez kryzysy, możliwości rozładowania napięć i stanu nierównowagi dzięki zmianie kursów.

4.2. Bretton Woods – błędne rozwiązanie problemu niestabilności międzywojennego systemu kursów urzędowych

System z Bretton Woods został stworzony jako odpowiedź na doświadczenia wyniesione z okresu wielkiego kryzysu w systemie pieniądza dewizowo-złotego. Cechowały go kursy odzwierciedlające urzędowo przyjęte parytety poszczególnych walut określone w złocie; jako takie kursy te były w założeniu niezmienne. Wymienialność (bezpośrednia lub pośrednia[2]) walut na złoto powinna zapewniać też ich wzajemną wymienialność. Faktycznie ograniczona wymienialność na złoto, jak też restrykcje dewizowe w obrocie międzynarodowym sprawiały jednak, że wzajemna wymienialność również podlegała silnym ograniczeniom, zwłaszcza w okresie wielkiego kryzysu. Urzędowo określane parytety/kursy stanowiły w tych warunkach dostępne i wygodne narzędzie polityki gospodarczej służące podnoszeniu konkurencyjności własnych wyrobów celem uzyskania/powiększenia nadwyżki handlowej i osiągnięcia w ten sposób wzrostu popytu zagregowanego na produkty krajowe kosztem umniejszenia popytu na dobra zagraniczne[3]. W warunkach będącego istotą wielkiego kryzysu ograniczenia popytowego była to „polityka zubażania sąsiada". Obowiązujący system walutowy stał się w konsekwencji niestabilny i jednocześnie nie sprzyjał rozwiązaniu problemów niesionych przez niedostatek popytu w skali międzynarodowej.

W międzywojennym systemie kursy walutowe były przedmiotem decyzji urzędowych i narzędziem polityki gospodarczej. Zmiany kursu odzwierciedlały dążenie

---

2 Pośrednia wymienialność na złoto oznacza, że dana waluta może być wymieniona na inną walutę, która jest bezpośrednio wymienialna na złoto, i za jej pośrednictwem sama uzyskuje wymienialność na złoto. Reguła ta stanowi podstawę systemu dewizowo-złotego (w odróżnieniu od pieniądza *stricte* złotego). Bank Polski przed wojną oprócz rezerw złota utrzymywał istotną część rezerw dewizowych we frankach szwajcarskich wymienialnych na złoto.

3 Po zawieszeniu wymienialności funta brytyjskiego na złoto jego kurs walutowy był w pewnym stopniu kształtowany przez siły rynkowe, o czym wspomina Henryk Bąk w rozdziale 2 niniejszej monografii. Ewolucję międzywojennego systemu walutowego wyczerpująco przedstawia zaś Cecylia Leszczyńska w rozdziale 1. Polityka walutowa poszczególnych krajów i zasady kształtowania kursu były w okresie wielkiego kryzysu zróżnicowane, niemniej jednak system ten cechował się znacznym stopniem administracyjnej kontroli kursów oraz ograniczeniami dewizowymi i handlowymi.

władz krajowych do zarządzania popytem zagregowanym poprzez oddziaływanie na bilans handlowy; kursy stawały się raczej narzędziem kształtowania sytuacji płatniczej, niż wynikały z sytuacji płatniczej. Stan taki był możliwy tylko w warunkach coraz silniejszych restrykcji dewizowych i handlowych, w tym także zawieszania wymienialności walut na złoto.

W systemie z Bretton Woods kursy walutowe przestały być narzędziem aktywnej polityki ukierunkowanej na osiąganie wewnętrznych celów gospodarczych w zakresie kształtowania koniunktury. Deklaratywnie miały pozostawać sztywne, tzn. niezmienne poza przypadkami wystąpienia szczególnych okoliczności uzasadniających uzgodnioną zmianę. Waluty ponownie stały się wymienialne, przynajmniej w podstawowym zakresie transakcji bieżących.

System z Bretton Woods jako system kursów sztywnych podlegał ograniczeniom wynikającym z zasady „niemożliwego trójkąta". Pojęcie to wskazuje na niemożność jednoczesnego pogodzenia trzech elementów: 1) kursu sztywnego, 2) realizowania wewnętrznych celów gospodarczych w zakresie kształtowania koniunktury, w szczególności swobody dostosowywania polityki pieniężnej do wewnętrznych potrzeb (taką swobodnie kształtowaną politykę określa się jako autonomiczną), 3) szerokiej wymienialności walut. W warunkach stanowiących istotę „niemożliwego trójkąta" dochodzi albo do zaakceptowania nierównowagi wewnętrznej, albo do rezygnacji z utrzymywania kursu na założonym poziomie, albo do wprowadzania ograniczeń dewizowych. Rezygnacja z założonego poziomu kursu może mieć – i zwykle miała – wymuszoną postać kryzysu walutowego, którego podstawową przesłanką jest nierównowaga płatnicza. Zazwyczaj chodzi o nadmierne deficyty obrotów bieżących, w przypadkach znacznego zakresu wymienialności przybierające postać gwałtownych przepływów kapitału wyzwolonych postrzeganiem przez uczestników rynku braku trwałej równowagi płatniczej i gospodarczej przy aktualnym kursie.

Arbitralne, urzędowe ustalanie poziomu kursu walutowego (utrzymywanie go bez zmian lub, przeciwnie, dokonywanie przesunięć w jego zakresie) jest z zasady nie do pogodzenia z zachowaniem równowagi płatniczej w warunkach wymienialności walut, zwłaszcza gdy pierwsze skrzypce grają względy koniunktury wewnętrznej[4]. Zarówno system dewizowo-złoty, jak i system z Bretton Woods były systemami kursów urzędowych i podlegały powyższemu ograniczeniu. W pierwszym przypadku wewnętrznym celom gospodarczym (ożywieniu gospodarki pogrążonej w kryzysie) przyznano priorytet przed wymienialnością walut; kursy zmieniano stosownie do celów dotyczących kształtowania koniunktury w warunkach istot-

[4] W polityce Stanów Zjednoczonych w ostatnich latach funkcjonowania systemu z Bretton Woods ważną rolę odgrywały nie tyle względy dotyczące kształtowania koniunktury wewnętrznej, ile wydatki wojskowe związane z wojną w Wietnamie.

nych restrykcji dewizowych, a także handlowych. W drugim przypadku deklaratywnie niezmienny kurs stanowił ograniczenie polityki zarządzania popytem; w tym przypadku priorytet przed wewnętrznymi celami gospodarczymi przyznany był formalnie niezmienności kursu przy przywróceniu i dążeniu do rozszerzenia zakresu wymienialności. W systemie z Bretton Woods nie nastąpiła jednak konsekwentna rezygnacja z realizowania celów wewnętrznych; deklaratywnie sztywne kursy okazywały się ostatecznie niestabilne, szczególnie w warunkach przywrócenia wymienialności, a następnie rozszerzania jej zakresu. Wskazana różnica między konkurencyjnymi dewaluacjami a kursem sztywnym ma dodatkowy, istotny aspekt; dewaluacje mają wrogi charakter w stosunku do innych krajów, podczas gdy ograniczenia w zakresie krajowej polityki gospodarczej są dotkliwe tylko dla kraju ich doświadczającego.

System przyjęty w Bretton Woods w zasadzie eliminował ów aspekt wrogości w polityce kursowej. Poddanie zmian kursów ocenie dokonywanej przez MFW pod kątem trwałej, strukturalnej nierównowagi[5] powinno wykluczyć arbitralne, jednostronnie podejmowane, konkurencyjne dewaluacje. Przyjęte rozwiązania bynajmniej nie zapobiegły oskarżeniu wybranych państw w latach 60. XX w. o określanie kursu w sposób, który miałby zapewniać im przewagę konkurencyjną. Takie zarzuty administracja amerykańska formułowała w stosunku do Niemiec w okresie bezpośrednio poprzedzającym upadek systemu z Bretton Woods [Bordo, 2018]. W istocie to raczej Stany Zjednoczone doprowadziły do utraty swojej pozycji konkurencyjnej i narastającej nierównowagi płatniczej w wyniku lekceważenia ograniczeń wynikających z przyjęcia parytetu w złocie i roli dolara jako waluty centralnej w systemie kursów sztywnych; przy takiej ocenie zawsze na pierwszym planie znajduje się jednak problem przeszacowanego (a z drugiej strony odpowiednio niedoszacowanego) kursu, a ustalenie przyczyn takiego stanu rzeczy jest przedmiotem dopiero dalszych interpretacji. Zauważmy, że podobny spór o to, kto powinien wziąć odpowiedzialność za poważne zmiany w pozycji konkurencyjnej poszczególnych krajów, miał później miejsce w strefie euro. W warunkach parytetu dolara w złocie istniał przynajmniej stały punkt odniesienia, który wskazywał na niedotrzymanie warunków przez Stany Zjednoczone.

Różnica między międzywojennym systemem dewizowo-złotym a systemem z Bretton Woods polegała też na roli złota w każdym z nich, choć różnicy tej nie postrzegam jako istotnej. W pierwszym przypadku wymienialność na złoto według niezmiennego parytetu mogłaby stanowić ograniczenie w zakresie polityki

[5] Oczywiście polityka pieniężna ukierunkowana bardziej na cele wewnętrzne niż na stabilność kursu prowadzić musiała do trwałej, „strukturalnej" nierównowagi płatniczej.

wewnętrznej (przede wszystkim pieniężnej) oraz zmian kursu; nie dotyczyło to jednak zmian parytetu (tzn. zmian kursów) i zasadniczych ograniczeń wymienialności na złoto oraz wzajemnej wymienialności walut i ostatecznie zawieszania wymienialności. Związek ze złotem w okresie międzywojennym był od początku iluzoryczny i słaby, a często całkowicie poniechany oficjalnie. W przypadku systemu z Bretton Woods tylko dolar był walutą wymienialną na złoto. To mogło stanowić ograniczenie w zakresie swobody prowadzenia polityki gospodarczej przez Stany Zjednoczone – analogiczne do ograniczenia, jakie dla innych krajów wynikało z przyjęcia kursu sztywnego. Stany Zjednoczone ostatecznie nie uwzględniły tego ograniczenia, co doprowadziło do „zawieszenia" wymienialności dolara na złoto, już znacznie wcześniej czysto iluzorycznej. To stanowiło z kolei impuls do porzucenia systemu kursów sztywnych. Ten ze swej istoty nie wymagał jednak utrzymania wymienialności dolara na złoto i, gdyby nie jego bardziej zasadnicze wady (narzucane ograniczenia oraz immanentna niestabilność), mógłby zostać zachowany z pominięciem tej reguły, podobnie jak później „papierowa" marka niemiecka *de facto* (a sztuczna jednostka pieniężna ECU *de jure*) stanowiła walutę centralną w systemie ERM. Kwestia wymienialności na złoto – i jej porzucenia – przyciąga w mojej opinii niewspółmiernie dużo uwagi w stosunku do jej znaczenia. Jest ona z pewnością ciekawa i ważna w opisie historycznym, ale pozbawiona zastosowania w analizie ekonomicznej.

Pogląd ten wyeksponowałbym dodatkowo poprzez stwierdzenie, że ani międzywojenny system walutowy, ani tym bardziej system z Bretton Woods nie był systemem pieniądza złotego w ścisłym tego słowa znaczeniu. W obu przypadkach rezerwa cząstkowa obowiązywała nie tylko w bankowości komercyjnej, lecz również w zakresie podaży pieniądza banku centralnego. O ile w bankowości komercyjnej obowiązują zawsze pewne reguły ostrożnościowe ograniczające kreację pieniądza (np. w formie obowiązkowej stopy rezerw), o tyle banki centralne nie były poddane takim formalnym ograniczeniom – przynajmniej nie w systemie z Bretton Woods. Zresztą historycznie „pieniądz złoty" również był dość luźno powiązany ze złotem. Jesús Huerta de Soto [2011] jako wyjątkowy przypadek przytacza przykład Banku Amsterdamu, który można uznać za pierwowzór banku centralnego; bank ten w XVII w. prowadził działalność z zachowaniem zasady pełnego pokrycia pieniądza rezerwami złota[6].

Cechą typową dla systemu z Bretton Woods pozostał podstawowy problem właściwy kursom urzędowym, a mianowicie to, że nie da się ich co do zasady pogodzić

[6] Nie zapobiegło to „manii tulipanowej" finansowanej prywatnymi wekslami, pełniącymi w obrocie funkcję pieniądza, którego oddolna kreacja nie podlegała żadnym ograniczeniom [Kindleberger, 1999].

z dążeniem do utrzymania/przywrócenia równowagi wewnętrznej przy jednoczesnym zachowaniu nieskrępowanej restrykcjami dewizowymi równowagi płatniczej. Chociaż swoboda transakcji kapitałowych sprawia, że pogodzenie równowagi wewnętrznej i płatniczej może być niezwykle trudne, to już tylko wymienialność w zakresie transakcji bieżących i ewentualna nierównowaga handlowa mogą stanowić wystarczające warunki wymuszające niezbędną zmianę kursu.

Dokonując oceny funkcjonowania systemu z Bretton Woods, warto odnieść się do jego wczesnej krytyki przedstawionej przez Roberta Triffina [1960]. Triffin zauważył, że zapewnienie odpowiedniego, rosnącego zasobu światowego pieniądza rezerwowego wymagało utrzymywania przez Stany Zjednoczone deficytu obrotów bieżących. Zwiększające się zasoby dolara były nie do pogodzenia z jego wymienialnością na złoto według stałego parytetu, co zagrażało trwałości systemu z Bretton Woods. Wymienialność dolara na złoto, która miała systemowi zapewniać stabilność i wiarygodność, okazała się najmniej wiarygodnym i najsłabszym jego elementem. Warto zauważyć wszakże, że w chwili upadku systemu już dawno skończyła się era „głodu dolara". To nie konieczność dostarczenia odpowiednich zasobów pieniądza rezerwowego była podstawowym powodem napięć narastających w systemie z Bretton Woods. Do jego upadku przyczyniła się wysoka emisja dolara na potrzeby wewnętrzne, o czym wspomniałem wcześniej. Nie bez powodu dewaluacja dolara nastąpiła nie tylko w stosunku do parytetu w złocie, ale też względem innych ważnych walut. Upadek systemu z Bretton Woods był zatem przykładem destrukcyjnych napięć, jakie pojawiają się w systemach kursów sztywnych, gdzie wewnętrzne potrzeby kształtujące politykę pieniężną poszczególnych krajów są ostatecznie nie do pogodzenia z zachowaniem równowagi płatniczej i utrzymaniem stabilnych kursów.

Nierównowaga płatnicza często znajduje ostatecznie wyraz w postaci problemów z utrzymaniem płynności międzynarodowej poszczególnych krajów, to znaczy odpowiedniego poziomu krajowych rezerw walutowych[7]. Upadek systemu

[7] Indywidualne trudności związane z utrzymaniem płynności międzynarodowej nie mają nic wspólnego z zagadnieniem światowego zasobu rezerw walutowych, będącym ważnym elementem w podejściu Triffina. Nie oznacza to, że globalny popyt na walutę rezerwową w ogóle nie jest istotny. Wysoki popyt na dolara jako walutę rezerwową w latach 90. XX w., wynikający w szczególności z polityki Chin i niektórych innych krajów, spowodował „globalne nierównowagi" [Lutkowski, 2011; Rybiński, 2006], umocnienie dolara i pogorszenie sytuacji płatniczej Stanów Zjednoczonych. Było to przyczyną napięć o charakterze raczej politycznym niż gospodarczym, a w żadnym razie nie doprowadziło do ostrego kryzysu czy konieczności zmiany reguł światowego systemu finansowego. Kursy reagowały swobodnie na sytuację rynkową nawet wówczas, gdy była ona współkształtowana przez decyzje gospodarcze podejmowane w kraju komunistycznym. Oczywiście działanie rynku może być również zakłócone w wyniku np. manipulacji ze strony dostatecznie dużych uczestników rynku. W okresie „globalnych nierównowag" pojawiały się obawy o wyprzedaż aktywów rezerwowych przez

z Bretton Woods nie był jednak przejawem utraty rezerw przez ważne kraje systemu (raczej przeciwnie). Problem ten nie był i nie mógł być oczywiście udziałem Stanów Zjednoczonych, chociaż to waluta tego kraju była przedmiotem dewaluacji[8].

System z Bretton Woods nie stanowił zasadniczego przełomu w stosunku do systemu międzywojennego i pozostał systemem kursów urzędowych ze wszystkimi jego wadami. Jedyna istotna różnica sprowadzała się do tego, że wrogie, konkurencyjne dewaluacje ustąpiły miejsca kursom co do zasady niezmiennym i poddanym pewnym uzgodnionym regułom międzynarodowym; sama zasada niezmienności nie była zresztą ani całkiem ostra, ani zatem całkiem jasna i sprzyjała przeprowadzaniu spekulacyjnych ataków.

Twórcy systemu z Bretton Woods nie mogli zdawać sobie sprawy z jego słabości, inaczej z pewnością nie przyjęliby go. Na szczęście dzisiaj jesteśmy bogatsi w doświadczenie, które powinno być kamieniem węgielnym wszelkiej wiedzy ekonomicznej i teorii ekonomii. O braku dostatecznego rozeznania i o przesadnie optymistycznych oczekiwaniach świadczy powierzenie powołanemu na tej samej konferencji w Bretton Woods Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu zadania promowania przywrócenia wymienialności walut. W systemie kursów urzędowych wymienialność, szczególnie w zakresie transakcji kapitałowych, stanowi czynnik destrukcyjny (wyrazem tej zasady jest przywołane wcześniej pojęcie „niemożliwego trójkąta"). Nie bez powodu zatem przywrócenie bardzo ograniczonej wymienialności zajęło krajom Europy Zachodniej kilkanaście lat (kraje EWG wprowadziły wymienialność w ramach transakcji bieżących w 1958 r.). I nie bez powodu system kursów sztywnych załamał się kilkanaście lat później, chociaż wymienialność była wciąż daleka od pełnej liberalizacji dewizowej. Upadek tego systemu był praktycznie przesądzony już w chwili jego uchwalenia.

4.3. Upadek systemu z Bretton Woods i europejska integracja monetarna

Upadek systemu z Bretton Woods sprawił, że ambicje utrzymywania integracji walutowej opartej na kursach sztywnych stały się – jako element aspiracji szerokiej integracji gospodarczej – wyznacznikiem działań EWG, a następnie Unii Euro-

Chiny, co miałoby potencjalnie destrukcyjny wpływ na amerykański rynek finansowy; posunięcie takie byłoby jednak szkodliwe również dla samych Chin.

8 W tym kontekście warto zauważyć, że kryzys będący przyczyną upadku systemu z Bretton Woods może być interpretowany zgodnie z logiką drugiej generacji modeli kryzysów walutowych, która powstała znacznie później, by ostatecznie znaleźć zastosowanie i uznanie jako teoretyczny opis kryzysu ERM na początku lat 90. XX w. [Obstfeld, 1986, 1994, 1996].

pejskiej[9]. Wyrazem chwiejności systemu z Bretton Woods i prób przeciwdziałania jej w gronie państw członkowskich EWG był plan Barre'a ogłoszony w początkach 1969 r. Dokument ten zawierał postulaty pogłębienia koordynacji polityki gospodarczej i utworzenia mechanizmu wzajemnej pomocy uruchamianej w przypadku trudności płatniczych w jakimkolwiek kraju członkowskim. Plan Barre'a zainicjował dyskusję nad problematyką walutową, której wynikiem była decyzja przywódców państw członkowskich podjęta w Hadze w 1969 r.; wyrazili oni wolę utworzenia unii gospodarczej i walutowej. Opracowanie szczegółowego planu powierzono grupie ekspertów pod przewodnictwem Pierre'a Wernera.

Raport Wernera został przedstawiony w październiku 1970 r. Zakładał on utworzenie w ciągu 10 lat unii gospodarczej i walutowej. Działaniom tym przyświecał postulat stworzenia wspólnotowego systemu banków centralnych na obszarze, który cechowałaby pełna swoboda przepływu ludzi, towarów, usług i kapitału. Przedziały wahań kursów miały być zlikwidowane, a parytety niezmienne[10].

Raport Wernera stał się podstawą rezolucji Rady Ministrów EWG przyjętej w marcu 1971 r., w której wyrażono polityczną wolę i porozumienie w sprawie powołania unii walutowej.

Powyższe inicjatywy i plany wykraczały swoimi ambicjami poza ramy zasad systemu z Bretton Woods. W tym samym 1971 r. nastąpiło jednak ostateczne załamanie się tego systemu. Dolar został zdewaluowany, a następnie Stany Zjednoczone „zawiesiły" jego wymienialność na złoto. Pasma wahań kursów sztywnych zostały rozszerzone do ±2,25%, choć taka dokładność wyrażona w setnych częściach procenta wydaje się niewiarygodna w chwili, gdy cały system już praktycznie runął. Oczywiście zmiana ta pozbawiona była wszelkiego znaczenia poza tym, że w jej wyniku doszły do głosy europejskie ambicje utrzymania w wąskim gronie EWG restrykcyjnych zasad systemu z Bretton Woods. Państwa członkowskie EWG postanowiły bowiem utrzymać wzajemne wahania swoich kursów walutowych w przedziale ±1,125%; w tym przypadku dokładność sięgała tysięcznych części procenta,

9 Oczywiście także po 1973 r. powracano do kursów sztywnych, szczególnie w ramach programów stabilizacji cen z wykorzystaniem „kotwicy kursowej" w latach 90. ubiegłego wieku. Zwykle kończyły się one kryzysami walutowymi i gospodarczymi; do najbardziej znanych przypadków należą kryzysy, do jakich doszło w Meksyku (1994), Azji (1997) i Argentynie (2001). Polska od 1990 r. również stosowała kurs sztywny jako część programu stabilizacji; szczęśliwie trafne decyzje w zakresie rozluźniania reżimu kursu sztywnego były dobrze zharmonizowane z postępami w zakresie liberalizacji dewizowej, co pozwoliło uniknąć poważnych napięć. Szersze doświadczenie wyniesione ze stosowania kursów sztywnych w latach 90. sprawiło, że odwrócono się od ich stosowania. W każdym razie wyżej chodzi o indywidualne przypadki; jako system obejmujący grupę ważnych gospodarek kursy sztywne pozostały specyfiką europejską.

10 Podobne zalecenia zawierał przedstawiony nieco wcześniej w tym samym roku plan Karla Schillera, ministra gospodarki, a później ministra finansów Niemiec. Plan Schillera przewidywał wprowadzenie wspólnej waluty.

co miało zapewne wyrażać perfekcyjny profesjonalizm decydentów. Dobrego samopoczucia nie psuły, jak widać, liczne korekty kursów walut państw członkowskich EWG pod koniec lat 60. W wyniku decyzji o rozszerzeniu pasma wahań w systemie z Bretton Woods i zachowaniu go bez zmian w EWG powstał tzw. wąż w tunelu; dzisiaj nazwa ta jest już tylko historyczną ciekawostką. W 1973 r. zerwano z zasadą kursów sztywnych, co przesądziło o ostatecznym upadku systemu z Bretton Woods. „Tunel" się rozpadł, „wąż" pozostał.

Europejski system kursów sztywnych znamionowała znaczna niestabilność kursów. Poszukując dróg jego wzmocnienia, w 1977 r. ówczesny przewodniczący Komisji EWG Roy Jenkins zgłosił projekt utworzenia Europejskiego Systemu Walutowego, który zaczął oficjalnie działać od 1979 r. Składały się na niego: centralna jednostka rozliczeniowa ECU, mechanizm interwencyjno-kredytowy oraz – stanowiący jego rdzeń – system kursów sztywnych (Exchange Rate Mechanism, ERM). W systemie tym obowiązywały kursy sztywne w ramach wąskiego (±2,25%) pasma wahań, które mogły być zmieniane w przypadku strukturalnej nierównowagi, za zgodą wszystkich państw uczestniczących w ERM i po wyczerpaniu pozostałych możliwości interwencji. Analogia do systemu z Bretton Woods była niemalże pełna, pomijając wtórną kwestię wymienialności centralnej jednostki pieniężnej (dolara, ECU) na złoto – w przypadku dolara ostatecznie iluzorycznej.

Podobnie jak system z Bretton Woods w jego ostatnich latach system ERM cechowała znaczna nierównowaga. Od początku 1987 r. do sierpnia 1992 r. nie nastąpiła jednak żadna zmiana kursu, co mogło sugerować osiągnięcie stabilności. Takie wrażenie byłoby jednak mylne; w 1992 r. doszło do ogólnego kryzysu systemu ERM, licznych dewaluacji walut państw należących do tego systemu i czasowego lub trwałego wycofywania walut z ERM. Najgłośniejszym przypadkiem był atak na funta brytyjskiego, jego nieudana obrona, dewaluacja i upłynnienie. George Soros, który wykorzystał na dużą skalę wyraźną słabość funta, zyskał miano „człowieka, który rzucił na kolana Bank Anglii". Brytyjczycy wyciągnęli wnioski z tej lekcji, a kurs funta na zawsze pozostał już płynny.

Przyczyną tego kryzysu były narastające napięcia wynikające z rozbieżności koniunkturalnych między krajami zrzeszonymi w ERM. W szczególności wysokie stopy procentowe utrzymywane przez Bundesbank w celu wykluczenia presji inflacyjnej, jaką stwarzały pokaźne wydatki budżetowe po zjednoczeniu Niemiec, były zupełnie nieodpowiednie dla Wielkiej Brytanii, której gospodarka pogrążała się w recesji. Ogólniej można powiedzieć, że kryzys ERM był kryzysem rewaluacji marki, która stanowiła *de facto* centralną walutę systemu. I w tym przypadku można dostrzec pewną analogię *à rebours* do załamania się systemu z Bretton Woods – w miejsce dewaluacji dolara nastąpiła rewaluacja marki. Kryzys był typo-

wym przejawem napięć właściwych „niemożliwemu trójkątowi" i niemożności prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej w systemie kursów sztywnych, które okazały się ponownie najsłabszym ogniwem.

Chichotem historii jest, że kryzys ten nastąpił zaraz po uchwaleniu Traktatu z Maastricht i jeszcze w trakcie jego ratyfikacji. Warto jednak zauważyć, że polityczne decyzje o powołaniu unii monetarnej nie były wynikiem złudnej, krótkotrwałej stabilności ERM obserwowanej na kilka lat przed 1992 r., podjęto je bowiem wcześniej mimo niestabilności tego systemu. Rada Europejska już w 1988 r. powierzyła zadanie opracowania planu utworzenia unii monetarnej grupie ekspertów pod przewodnictwem Jacques'a Delorsa; przygotowany wówczas raport stanowił podstawę postanowień z Maastricht powołujących do życia euro.

Wcześniej, w 1986 r. przyjęto Jednolity akt europejski, na mocy którego podjęto działania zmierzające do utworzenia jednolitego rynku europejskiego opartego na zasadzie czterech swobód: przepływu towarów, usług, osób i kapitału. Decyzja ta zasługuje na jednoznacznie pozytywną ocenę. Trzeba jednak zaznaczyć, że żadna z czterech swobód nie wymagała wprowadzenia wspólnej waluty, a pełna swoboda przepływu kapitału oznaczała potencjalnie silne napięcia w systemie kursów sztywnych.

4.4. Strefa euro jako zwieńczenie błędnych koncepcji

Europejska integracja monetarna do czasu utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej (strefy euro) stanowiła regionalną kontynuację chybionych koncepcji, które leżały u podstaw systemu z Bretton Woods. W tamtych ramach system ciągle zachowywał jednak zdolność rozładowywania napięć i nierównowag poprzez zmianę kursu, chociaż proces ten następował w formie mniej lub bardziej gwałtownych kryzysów walutowych. Taką możliwość postanowiono wyeliminować poprzez przyjęcie wspólnej waluty. System został „zabetonowany". Dostosowanie kursowe zostało w unii monetarnej całkowicie wykluczone.

Nie oznacza to, że zlikwidowano same potencjalne napięcia i problem nierównowagi. Przyjęto, co prawda, kryteria z Maastricht, ale stanowiły one jedynie warunki przystąpienia do unii, nie gwarantując trwałej zbieżności koniunktury ani – w szczególności – nieodwracalnego wyeliminowania różnic w stopach inflacji, które rodziłyby poważne i trwałe konsekwencje w postaci zmian pozycji konkurencyjnej poszczególnych krajów. W odniesieniu do sytuacji fiskalnej odpowiednie kryteria z Maastricht zostały uzupełnione Paktem Stabilności i Wzrostu, ale ostatecznie – jak pokazały późniejsze doświadczenia – koniunkturalne rozbieżności,

które ujawniały się już przed 2007 r., doprowadziły do zwiększenia nierównowagi budżetowej i wzrostu długów publicznych w krajach, które doświadczały istotnego spadku koniunktury. W przypadku Niemiec i Francji zaniechano w drodze głosowania w Radzie Europejskiej w 2002 r. nałożenia kar finansowych przewidzianych w Pakcie Stabilności i Wzrostu w ramach procedury nadmiernego deficytu, wskazując, że Pakt jest bezzębny. W wielu innych krajach próby opanowania nierównowagi fiskalnej w warunkach depresji sprawiały, że polityka budżetowa stawała się procykliczna i pogłębiała gospodarczą zapaść. Takim trudnościom towarzyszyły typowo znaczne deficyty obrotów bieżących odzwierciedlające pogorszenie pozycji konkurencyjnej. Poprawa konkurencyjności dokonana poprzez zmianę kursu pozwoliłaby wyeliminować deficyty obrotów bieżących, zapewnić ożywienie gospodarcze w krajach, które doświadczyły spadku konkurencyjności, i zaradzić ich nierównowadze budżetowej. Takie rozwiązanie w strefie euro nie było już jednak dostępne. Ani kryteria z Maastricht, ani Pakt Stabilności i Wzrostu nie zapewniły strefie euro funkcjonowania w sposób wolny od narastających napięć i stanów nierównowagi, a sama unia monetarna oznaczała w praktyce wyzbycie się jedynego skutecznego sposobu ich rozładowywania.

Jest w tym kontekście rzeczą niewielkiej wagi kwestia przyczyn powstawania owych napięć i nierównowag, które narosły w strefie euro; najważniejszy pozostaje bowiem fakt, że one rzeczywiście zaistniały. Niemniej jednak, dla pełnego obrazu rangi błędu, jakim było utworzenie unii monetarnej, warto tym przyczynom poświęcić nieco miejsca. Otóż podstawowym nieporozumieniem było samo euro. Tłumaczenie zaistniałych problemów wyłącznie jakimiś zewnętrznymi okolicznościami byłoby fałszem; zresztą nie zmieniłoby to przecież faktu, że zlekceważono takie ryzyko i zrezygnowano jednocześnie z narzędzia/mechanizmu rozładowywania problemów – zmiennego kursu walutowego.

Wspólna polityka pieniężna okazała się nieadekwatna, tzn. nieodpowiednia, w stosunku do potrzeb poszczególnych krajów strefy euro. W jej wyniku niektóre państwa członkowskie – szczególnie Portugalia, Hiszpania i Włochy – doświadczały w każdym roku przed kryzysem w 2007 r. wyższych stóp inflacji niż średnia dla strefy euro; pozostała część krajów, w tym Niemcy, w każdym roku notowała stopę inflacji poniżej średniej, co oznaczało systematyczną poprawę konkurencyjności. Utrata konkurencyjności, rosnące deficyty handlowe, postępujące ograniczenie popytu zagregowanego i spowolnienie gospodarcze stanowiły w tym przypadku kolejne etapy procesu prowadzącego od przegrzania gospodarki do recesji[11]. Stopy

[11] Jest to także typowy cykl obserwowany przy realizacji programów stabilizacyjnych wykorzystujących „kotwicę kursową" [Kiguel, Liviatan, 1992; Koronowski, 1997, s. 64–65].

ustalane przez EBC okazywały się po prostu zbyt niskie dla pewnych krajów i prowadziły do gwałtownego wzrostu kredytów i konsumpcji prywatnej, skutkującego presją inflacyjną, zmianą cen względnych eksportu i rosnącym popytem na import; finansowanie tego popytu ze źródeł zewnętrznych wcześniej czy później natrafiało na ograniczenia. W tym kontekście warto przypomnieć, że wśród korzyści z przystąpienia do strefy euro wymieniano niższe stopy procentowe, a w konsekwencji wyższe inwestycje i szybszy wzrost. Stało się jednak inaczej, co nie było nie do przewidzenia[12].

Nie rozwijam w tym krótkim opracowaniu zagadnień dywergencji nominalnych i realnych, narastania nierównowagi płatniczej między krajami strefy euro, oddziaływania nieuniknionej recesji na sytuację budżetową, konieczności korzystania z finansowania potrzeb pożyczkowych wielu krajów ze źródeł nierynkowych (pomocy międzynarodowej i polityki EBC faktycznie pozwalającej na monetyzację deficytów krajów o utrudnionym dostępie do finansowania rynkowego), miękkiego ograniczenia budżetowego sektora prywatnego w krajach deficytowych w wyniku prowadzonej polityki pieniężnej i jej kryzysowych zasad oraz automatycznego i prawie darmowego, niezamierzonego kredytu udzielonego w ramach systemu TARGET2, sięgającego łącznie 1 bln EUR. Zagadnienia te są ważne z perspektywy wyjaśniania przyczyn, charakteru i skutków kryzysu strefy euro, ale obszernie się do nich odniosłem w swoich wcześniejszych publikacjach [Koronowski, 2008, 2009, 2011, 2014]. Tutaj przywołuję te kwestie jedynie celem dopełnienia obrazu omawianego zagadnienia.

Przede wszystkim powtórzę zatem, że w strefie euro doszło do poważnych dywergencji koniunkturalnych i rosnących nierównowag płatniczych, które w innych warunkach instytucjonalnych mogłyby zostać odwrócone poprzez zmianę kursu. Nawet ta ułomna forma dostosowania kursowego, jaka była dostępna w systemie z Bretton Woods i będącym jego regionalną kontynuacją systemie ERM, została jednak wykluczona w strefie euro. Gospodarki, które znalazły się w pułapce, nie mają żadnej drogi wyjścia. W tym znaczeniu europejska unia monetarna jest zwieńczeniem błędnych koncepcji leżących u podstaw systemu z Bretton Woods.

---

12 Na konferencji poświęconej strefie euro w końcu lat 90. zapytałem przedstawiciela Bundesbanku, jakie – poza oficjalnym bełkotem – korzyści mogłyby odnieść Niemcy z utworzenia unii monetarnej. W odpowiedzi mój rozmówca wskazał na zdobycie trwałej przewagi konkurencyjnej nad takimi krajami jak Włochy, która to przewaga nie mogłaby już zostać utracona w wyniku zmian kursów. *You'd better mind what you wish*, jak śpiewał Bruce Springsteen. Z kolei wyrazem naiwnego przekonania i finezyjnej, acz błędnej argumentacji, że taka przewaga zostanie samoczynnie skorygowana, było wystąpienie Otmara Issinga [2005; jego omówienie z krytycznym komentarzem zob. Koronowski, 2013, s. 94 i nast.].

Problem napięć wynikający ze związków między polityką pieniężną a równowagą płatniczą ma miejsce także w uniach monetarnych[13]. Fakt, że politykę pieniężną prowadzi wspólny bank centralny, bynajmniej nie gwarantuje, że polityka ta jest dostosowana do potrzeb wszystkich krajów członkowskich. Mimo kosztu takiego nietrafionego rozwiązania, a wręcz z jego powodu, unia monetarna nie musi być wcale wolna od napięć płatniczych. Przeciwnie, rozbieżności koniunkturalne wynikające ze wspólnej i nie we wszystkich przypadkach adekwatnej polityki pieniężnej prowadzą ostatecznie do nierównowagi płatniczej. W unii monetarnej nie mogą one wystąpić w formie kryzysu walutowego, lecz oznaczają trwałe upośledzenie aktywności gospodarczej krajów deficytowych oraz konieczność finansowania deficytów płatniczych na sposoby nierynkowe (pomoc międzynarodowa czy polityka pieniężna zapewniająca warunki miękkiego ograniczenia budżetowego gospodarek tych krajów). Polityka pieniężna narzucona poszczególnym krajom z uwagi na jej unijny charakter, tak samo jak polityka prowadzona indywidualnie ze względu na wewnętrzne potrzeby, może łatwo stanąć w sprzeczności z zachowaniem równowagi płatniczej. Tylko kursy płynne/rynkowe poszczególnych walut pozwalają uniknąć tego problemu. Alternatywnie indywidualna polityka pieniężna poszczególnych krajów w pełni podporządkowana wymogom zachowania równowagi płatniczej mogłaby – przynajmniej teoretycznie – zapewnić stabilność deklarowanych poziomów kursu, choć w rzeczywistości szansa na to jest znikoma[14].

4.5. Zakończenie

Systemy kursów urzędowych są immanentnie niestabilne, w sposób krytyczny w warunkach względnie znacznej liberalizacji dewizowej (wymienialności walut). Właściwość tę posiadały: międzywojenny system walut dewizowo-złotych, system z Bretton Woods wprowadzający element międzynarodowej koordynacji w miejsce przedwojennych konkurencyjnych dewaluacji oraz europejski system kursów sztywnych (ERM), stanowiący bezpośrednią, regionalną kontynuację systemu z Bretton Woods. Ponieważ związek ze złotem w dwóch pierwszych przypadkach był w znacznym stopniu iluzoryczny i nie stanowił rzeczywistego ograniczenia w polityce gospodarczej, zarzucenie go, formalnie zamykające okres istnienia systemu z Bretton Woods, należy uznać za wtórne w stosunku do odejścia od kursów urzędowych na rzecz kursów płynnych. Sztywne kursy urzędowe pozostały jednak

[13] Z tego względu także postulaty i działania Triffina zmierzające do tworzenia takich unii były błędne.
[14] Przykładem powodzenia w tej mierze może być uczestnictwo Danii w systemie ERM2; jest to jednak przypadek szczególny i odosobniony.

istotą europejskiej integracji monetarnej. Niestabilność systemu ERM, narastającą wraz z postępującą liberalizacją dewizową, ostatecznie wyeliminowano poprzez utworzenie euro. Oznaczało to jednak nie tyle wykluczenie napięć i stanu nierównowagi, które rozsadzają systemy urzędowych kursów sztywnych, ile poniechanie wszelkiej możliwości ich rozładowania poprzez zmiany kursów.

Bibliografia

Bordo, M. (2018). The Imbalances of the Bretton Woods System 1965 to 1973: U.S. Inflation. The Elephant in the Room, *Economics Working Paper*, 18115, s. 1–35.

Issing, O. (2005). *One Size Fits All! A Single Monetary Policy for the Euro Erea*, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp050520.en.html (dostęp: 10.12.2021).

Kiguel, M., Liviatan, N. (1992). The Bussiness Cycle Associated with Exchange Rate Based Stabilizations, *The World Bank Economic Review*, 6(2), s. 279–305.

Kindleberger, Ch.P. (1999). *Szaleństwo, panika, krach*. Warszawa: WIG-Press.

Koronowski, A. (1997). *Kurs walutowy a stabilizacja cen*. Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek.

Koronowski, A. (2008). Dywergencje koniunkturalne w unii monetarnej, *Ekonomista*, 1, s. 77–95.

Koronowski, A. (2009). Divergent Business Cycles as an Effect of a Monetary Union, *International Economics and Economic Policy*, 6(2), s. 103–113.

Koronowski, A. (2011). Kryzys finansów publicznych czy kryzys płatniczy krajów PIIGS?, *Gospodarka Narodowa*, 5–6, s. 69–84.

Koronowski, A. (2013). *Kwadratura euro*. Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek.

Koronowski, A. (2014). Salda Target2 w Eurosystemie: ich źródła, skutki i perspektywy rozwiązania problemu, *Zeszyty Naukowe Uczelni Vistula*, 36, s. 5–25.

Lutkowski, K. (2011). Globalna nierównowaga płatnicza i obecny kryzys finansowy, *Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej SGH*, 29, s. 7–22.

Obstfeld, M. (1986). Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crisis, *American Economic Review*, 76, s. 72–81.

Obstfeld, M. (1994). The Logic of Currency Crises, *Cahiers Economiques et Monetaires*, 34, s. 189–213.

Obstfeld, M. (1996). Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features, *European Economic Review*, 40, s. 1037–1047.

Rybiński, K. (2006). Globalne nierównowagi, *Ekonomista*, 4, s. 475–526.

Soto, J.H. de (2011). *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*. Warszawa: Instytut Ludwiga von Misesa.

Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*. New Haven: Yale University Press (London: Oxford University Press).

THE EURO ZONE: A LEGACY AND CULMINATION OF THE MISCONCEIVED IDEAS OF BRETTON WOODS

Abstract

A principal feature of the Bretton Woods System was the administrative setting of exchange rates. The system shared this characteristic with the gold exchange standard that was used before the World War II. This property of both systems was their essence and the convertibility of currencies into gold was of secondary importance. In both cases the convertibility was much illusory, in the pre-war system it was eventually suspended in many countries and in the Bretton Woods System it was restricted to the dollar only. The link with gold and its breakdown may be of interest for historical reasons but it never really determined the functioning of the systems. The collapse of the Bretton Woods System was, in the first place, an end to the world system of fixed, administratively set exchange rates. This kind of an exchange rate regime was preserved in the European Economic Community – in particular in the form of the Exchange Rate Mechanism (ERM) – and it became a distinctive feature of the European regional integration until it was replaced with the monetary union. The ERM shared with the collapsed Breton Woods System all the faults of administratively set, fixed exchange rates. The euro gave the problem a new dimension and importance by eliminating any possibility of an exchange rate adjustment to growing balance of payments disequilibria and resulting tensions.

Keywords: Bretton Woods, euro, fixed exchange rates

JEL Classification: E42, E58, F36, F45

CZĘŚĆ II

WSPÓŁCZESNOŚĆ

Rozdział 5

ZMIANY W MIĘDZYNARODOWYM SYSTEMIE WALUTOWYM ORAZ ICH IMPLIKACJE DOTYCZĄCE WIARYGODNOŚCI I DYSKRECJONALNOŚCI REŻIMÓW MONETARNYCH – OD SYSTEMU Z BRETTON WOODS DO STRATEGII CELU INFLACYJNEGO

Joanna Niedźwiedzińska

Abstrakt

Wybór strategii polityki pieniężnej może wynikać z różnych uwarunkowań. System z Bretton Woods jest przykładem rozwiązania będącego efektem uzgodnień na poziomie międzynarodowym. Późniejsze przeobrażenia spowodowały znaczącą zmianę w preferencjach dotyczących wyboru reżimu polityki pieniężnej, a właśnie ten wybór – dokonywany obecnie na poziomie pojedynczych gospodarek – przekłada się na obraz międzynarodowego systemu monetarnego.

Warto prześledzić zmiany w sposobie postrzegania poszczególnych strategii polityki pieniężnej na przestrzeni ostatnich dekad. Wykorzystując różne źródła danych, skonstruowano bazę zawierającą informacje o typie stosowanego reżimu monetarnego w ok. 110 krajach w latach 1970–2019. Na jej podstawie przeanalizowano trendy w relatywnej popularności różnych strategii (wyodrębniono ok. 10 typów reżimów).

Przeprowadzona analiza wskazuje, że po załamaniu się systemu z Bretton Woods banki centralne sięgały po różne strategie polityki pieniężnej, ale z czasem dominującym reżimem monetarnym – zwłaszcza wśród większych krajów – stała się strategia celu

inflacyjnego. Celem niniejszego opracowania jest więc także porównanie głównych założeń systemu z Bretton Woods ze strategią celu inflacyjnego. W szczególności warto zwrócić uwagę na odrębną genezę obu reżimów, przekładającą się na rozbieżności w ich konstrukcji i funkcjonowaniu. Jedną z zasadniczych różnic między tymi strategiami jest również podejście do wiarygodności i dyskrecjonalności polityki pieniężnej.
Wiarygodność była i jest kluczowym elementem decydującym o skuteczności polityki pieniężnej, przy czym w systemie z Bretton Woods jej źródłem było utrzymanie standardu wymienialności waluty na złoto i ustalenie sztywnych reguł postępowania, podczas gdy strategia celu inflacyjnego bazuje na antyinflacyjnej retoryce i znaczącym wzmocnieniu roli instytucji, co przekłada się na bardziej elastyczne podejście do reguł stosowanych w polityce pieniężnej. W ten sposób dyskrecjonalność będąca słabością, którą chciano wyeliminować, stała się atutem otwarcie wykorzystywanym przez władze monetarne.

Słowa kluczowe: dyskrecjonalność, kotwice nominalne, strategia celu inflacyjnego, strategie polityki pieniężnej, system z Bretton Woods, wiarygodność

Kody JEL: E42, E52, E58

5.1. Wprowadzenie

Wybór strategii polityki pieniężnej[1] przez dany kraj może wynikać z różnych uwarunkowań. System z Bretton Woods jest przykładem rozwiązania będącego efektem uzgodnień na poziomie międzynarodowym, których celem było zapobieżenie pojawieniu się problemów wcześniej trapiących gospodarkę światową. Późniejsze przemiany, które obejmowały wiele obszarów, w tym przemiany geopolityczne oznaczające zmianę ustrojów czy uniezależnianie się kolejnych krajów, a także ewolucję w rozumieniu działania gospodarek i właściwej reakcji władz fiskalnych czy monetarnych na określone wyzwania, spowodowały znaczącą zmianę w preferencjach dotyczących wyboru reżimu polityki pieniężnej. A właśnie ten wybór – dokonywany obecnie na poziomie pojedynczych gospodarek – przekłada się na obraz międzynarodowego systemu monetarnego.

Warto prześledzić zmianę znaczenia poszczególnych strategii polityki pieniężnej na przestrzeni ostatnich dekad, by wyciągnąć wnioski co do priorytetów i zasad rządzących w danym okresie polityką monetarną. Przeprowadzona analiza jasno wskazuje, że po załamaniu się systemu z Bretton Woods sięgano po różne strategie, ale z czasem dominującym reżimem monetarnym – zwłaszcza wśród większych i średnich krajów – stała się strategia celu inflacyjnego. Celem niniejszego opraco-

[1] Określenie „strategia polityki pieniężnej" jest tu stosowane zamiennie z określeniem „reżim polityki pieniężnej" lub „reżim monetarny".

wania jest więc także porównanie głównych założeń systemu z Bretton Woods ze strategią celu inflacyjnego, w tym określenie źródeł ich wiarygodności i zakresu pożądanej dyskrecjonalności.

Opracowanie ma następującą strukturę. Po przypomnieniu głównych założeń systemu z Bretton Woods i wskazaniu przyczyn jego upadku zaprezentowany został krótki opis uwarunkowań, które miały wpływ na wybór strategii polityki pieniężnej przez poszczególne kraje po zakończeniu funkcjonowania systemu z Bretton Woods. Uwarunkowania te obejmowały wcześniejsze doświadczenia związane ze stosowaniem różnych reżimów monetarnych, a także postępujący równolegle rozwój teorii ekonomicznych postulujących nowe rozwiązania w polityce pieniężnej. W następstwie upadku systemu z Bretton Woods kształt międzynarodowego systemu monetarnego ulegał zatem zasadniczym zmianom. Aby je prześledzić, zebrano informacje o strategiach polityki pieniężnej (wyróżniając ok. 10 reżimów) stosowanych przez dużą liczbę gospodarek (obejmującą ok. 110 krajów) w ostatnich 50 latach. Na podstawie stworzonej bazy danych przeanalizowano trendy w relatywnej popularności różnych reżimów monetarnych, a następnie dokonano porównania głównych elementów systemu z Bretton Woods ze strategią celu inflacyjnego. Wynika z niego, że podejście do wiarygodności i dyskrecjonalności jako kluczowych czynników wpływających na wybór reżimu monetarnego i jego skuteczność istotnie się zmieniło.

5.2. Zarys głównych założeń systemu z Bretton Woods

System z Bretton Woods był efektem międzynarodowych negocjacji[2], w tym przede wszystkim ścierania się dwóch koncepcji funkcjonowania międzynarodowego systemu monetarnego po II wojnie światowej autorstwa Harry'ego White'a i Johna Keynesa, a więc rozwiązań prezentujących amerykański i brytyjski punkt widzenia [Eichengreen, 2004, s. 7]. Stworzenie systemu miało uchronić zrzeszone w nim kraje, które stanowiły wówczas zdecydowaną większość potencjału światowej gospodarki (z wyłączeniem krajów bloku socjalistycznego), przed problemami okresu międzywojennego. Celem było więc zaproponowanie rozwiązania spełniającego kilka warunków. Po pierwsze, miało ono zastąpić system płynnych kursów walutowych, które okazały się podatne na destabilizujące ataki spekulacyjne na początku lat 20. XX w. [Cesarano, 2006, s. 202]. Po drugie, miało być alternatywą dla standardu złota, który spowodował rozprzestrzenienie się na inne kraje

[2] Więcej o perspektywie historycznej pisze Cecylia Leszczyńska w rozdziale 1 niniejszej monografii.

deflacji odnotowanej na początku lat 30. w Stanach Zjednoczonych[3]. I – po trzecie – miało zapobiegać sięganiu po politykę dewaluacji nakierowanych na zubażanie krajów sąsiednich (*beggar-thy-neighbor policy*), wprowadzanie restrykcji handlowych oraz stosowanie ograniczeń dotyczących obrotu walutami obcymi i bilateralizmu, które wykorzystywano dość często jako narzędzia polityki gospodarczej po 1933 r. [Bordo, 1993, s. 81–83].

Receptą na zidentyfikowane problemy miał być system oparty na usztywnieniu wzajemnych kursów walutowych poprzez ustalenie parytetów względem złota i dolara amerykańskiego, zakładający jednak możliwość ich zmiany w przypadku znaczącej nierównowagi. Koordynacją działań miała się zajmować międzynarodowa instytucja, którą stał się powołany wówczas Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). Spodziewano się, że tak skonstruowany model pozwoli połączyć zalety sztywnych kursów walutowych, standardu złota i płynnych kursów walutowych. I choć w założeniu system miał bazować na złocie (*gold standard*), to od samego początku był on w praktyce systemem dolarowo-złotym, a w późniejszej fazie stał się standardem dolarowym (*dollar standard*) [Eichengreen, 2004, s. 8–9].

Co ważne, banki centralne po II wojnie światowej nie odgrywały samoistnej roli w kształtowaniu polityki pieniężnej w takim rozumieniu, jakie przypisujemy im dziś. Nie były to zatem niezależne instytucje, lecz część aparatu państwowego realizującego określone cele. W szczególności kraje, które nie należały wówczas do systemu z Bretton Woods, prowadziły politykę monetarną ukierunkowaną w gruncie rzeczy na uzyskanie wysokich dochodów z podatku inflacyjnego [Fry, Julius, Mahadeva, Roger, Sterne, 2000, s. 4–6]. Z kolei państwa zrzeszone w systemie zobowiązały się do przestrzegania określonych reguł, co miało je dyscyplinować, a jednocześnie – poprzez powiązanie ich kursów walutowych z dolarem – oznaczało, że jedyną gospodarką dysponującą polem manewru w prowadzeniu krajowej polityki pieniężnej, były Stany Zjednoczone. W połączeniu z brakiem alternatywy dla dolara jako światowej waluty rezerwowej w tamtym okresie doprowadziło to do formułowania zarzutów o nadmierne uprzywilejowanie gospodarki amerykańskiej (*exorbitant privilege*), wysuniętych *explicite* przez władze Francji w latach 60. XX w. [Eichengreen, 2011, s. 4]. Należy jednak zaznaczyć, że również Stany Zjednoczone nie mogły w pełni dyskrecjonalnie decydować o kierunku prowadzenia swojej polityki gospodarczej, gdyż ich decyzje przekładały się na funkcjonowanie całego systemu, co znalazło wyraz w sformułowanym – jeszcze w latach 60. XX w. – tzw. dylemacie Triffina[4].

[3] Niedostosowanie podaży złota do rozmiarów gospodarki oznaczało, że standard złota sprzyjał utrzymywaniu się tendencji deflacyjnych [Cesarano, 2006, s. 12].

[4] Więcej o dylemacie Triffina pisze Małgorzata Korczyk w rozdziale 3 niniejszej monografii.

System wymagał, aby zdyscyplinowana polityka fiskalna i monetarna Stanów Zjednoczonych stabilizowała poziom cen na świecie i do połowy lat 60. inflacja w gospodarce amerykańskiej rzeczywiście była niska. Równocześnie inne kraje były ograniczane w swojej dyskrecjonalności poprzez usztywnienie ich kursów walutowych względem dolara, co było w pełni zgodne z dążeniem do wzrostu wiarygodności realizowanych przez nie modeli polityki gospodarczej i odpowiadało potrzebie narzucenia dyscypliny finansowej. Zarzut korzystania przez Stany Zjednoczone z nadmiernego uprzywilejowania należało zatem rozpatrywać w kontekście wymuszonego zmniejszenia skali dyskrecjonalności w tej gospodarce, gdyż pełnienie przez Stany Zjednoczone roli stabilizatora inflacji na świecie odbywało się kosztem ograniczenia ich działań fiskalnych i monetarnych, które mogłyby być nakierowane na osiągnięcie stanu maksymalnego zatrudnienia [Cesarano, 2006, s. 198]. W połowie lat 60. priorytety polityki gospodarczej w Stanach Zjednoczonych zaczęły się jednak zmieniać.

Choć otwartość i nastawienie na współpracę wszystkich uczestników systemu miały wyeliminować zachowania nakierowane na uzyskanie indywidualnej przewagi konkurencyjnej, która szkodzi w dłuższym okresie także gospodarce uciekającej się do takich działań, to ze względu na swoje wady konstrukcyjne, wzmocnione przez zmiany zachodzące w gospodarce światowej, system z Bretton Woods okazał się nietrwały[5] [Lutkowski, 1998, s. 87–109].

Już w początkowym okresie działania systemu za jego największe wady uznawano kwestie dotyczące trudności w korygowaniu nierównowag (*adjustment*), niedostatecznej płynności w dolarze (*liquidity*) i braku pełnego zaufania do systemu dolarowo-złotowego (*confidence*). Zaniechane próby rozwiązania powyższych problemów, wraz z przedkładaniem partykularnego interesu krajów uczestniczących w systemie z Bretton Woods – wliczając w to Stany Zjednoczone – doprowadziły do jego ostatecznego załamania się na początku lat 70. XX w. [Bordo, 1993]. Rozpoczęła się wówczas era systemów monetarnych wykorzystujących waluty fiducjarne.

Waluty fiducjarne to waluty niewymienialne na złoto ani na żadne inne aktywo – kluczowe jest w ich przypadku zaufanie do emitenta, warunkujące jednocześnie jego wiarygodność. Co do zasady, standard waluty fiducjarnej pozwala zachować znaczną dyskrecjonalność[6], która może być zarówno zaletą, jak i wadą

[5] Czas trwania systemu z Bretton Woods może być różnie rozumiany [Bordo, 1993, s. 4], przy czym dość powszechnie za jego ostateczny koniec uznaje się zawieszenie przez Stany Zjednoczone możliwości wymiany dolarów na złoto po kursie 35 USD za uncję 15 sierpnia 1971 r. Jeśli uznać ogłoszenie wzajemnych parytetów 18 grudnia 1946 r. za moment uruchomienia systemu, to okaże się, że system z Bretton Woods istniał 25 lat.

[6] Więcej o dyskrecjonalności w polityce pieniężnej pisze Ryszard Kokoszczyński w rozdziale 6 niniejszej monografii.

[Cottarelli, Giannini, 1997, s. 3]. Kluczowe jest tu bowiem przełożenie dyskrecjonalności na wiarygodność władz monetarnych. Różne strategie przewidują odmienne sposoby ochrony wiarygodności, głównie poprzez względne ograniczenie dyskrecjonalności, w tym m.in. kontrolę agregatów monetarnych czy bazowanie na cudzej wiarygodności, zakładające usztywnienie kursu walutowego względem jednej z wiodących gospodarek.

5.3. Wybór reżimu monetarnego po upadku systemu z Bretton Woods

Po upadku systemu z Bretton Woods nastąpił okres niestabilności w wielu gospodarkach, zwłaszcza że zbiegło się to w czasie z szokami naftowymi lat 70. XX w. Państwa stanęły przed koniecznością wyboru alternatywnego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej – i to w warunkach wysokiej inflacji. Decyzje, które wówczas podejmowano, były w znacznym stopniu warunkowane wcześniejszymi doświadczeniami poszczególnych gospodarek, w tym ich zmaganiami z kryzysami poprzedzającymi II wojnę światową.

W Stanach Zjednoczonych wciąż silne były wspomnienia związane z wielkim kryzysem lat 30. XX w. W efekcie przynajmniej do połowy lat 70. polityka pieniężna Rezerwy Federalnej (Fed) była nakierowana na osiągnięcie możliwie pełnego zatrudnienia, nawet kosztem akceptowania wyższej inflacji [Bordo, 2008, s. 717] – zgodnie z tzw. krzywą Phillipsa, a więc upowszechnionym wówczas przekonaniem o istnieniu zależności wymiennej między wyższą dynamiką płac lub cen a niższym bezrobociem [Phillips, 1958; Samuelson, Solow, 1960].

Pozostałe kraje, poszukując skutecznego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej, stosowały tymczasowo strategie charakteryzujące się dużą dozą dyskrecjonalności. Część z nich sięgnęła wówczas po reżim płynnego kursu walutowego, podczas gdy inne, w tym w szczególności kraje Europy Zachodniej – kontynuujące rozpoczęty jeszcze w latach 50. XX w. proces integracji gospodarczej [UE, 2021] – zdecydowały się pozostać przy reżimie kursów sztywnych. W przypadku Europy Zachodniej[7] układ wzajemnie powiązanych kursów walutowych został szybko zdominowany przez markę niemiecką jako walutę kluczową dla całego systemu, choć stało to w sprzeczności z jego założeniami. Z kolei w Niemczech wciąż żywa była pamięć o problemach z okresu hiperinflacji lat 20. XX w., co przełożyło się

[7] Więcej o polityce pieniężnej państw Europy Zachodniej pisze Henryk Bąk w rozdziale 2 niniejszej monografii.

na znacząco większy nacisk w polityce pieniężnej Bundesbanku na kwestie związane z kontrolowaniem inflacji [Kokoszczyński, 2004, s. 75].

Równocześnie pojawiały się nowe koncepcje ekonomiczne odnoszące się do właściwego kształtu i priorytetów polityki pieniężnej. W szczególności w połowie lat 70. XX w. – wobec krytyki ekonomii keynesowskiej i jej neoklasycznej reinterpretacji, które okazały się zawodne w zderzeniu z procesem stagflacji i konsekwencjami szoków naftowych przełomu lat 60. i 70. – popularność zdobyła doktryna stworzona przez Miltona Friedmana, a więc monetaryzm [Friedman, 1956]. Zgodnie z tą koncepcją, odnoszącą się wprost do ilościowej teorii pieniądza, sposobem na stabilizację gospodarki była regulacja podaży pieniądza przekładająca się na inflację. Zwolennicy monetaryzmu opowiadali się za podporządkowaniem polityki pieniężnej systemowi reguł i określeniem jako jej głównego celu stabilności cen, gdyż z uwagi na znaczącą niepewność co do procesu transmisji byli oni sceptyczni wobec skuteczności bardziej aktywnych polityk gospodarczych[8]. Warto jednak zaznaczyć, że również Keynes podczas konferencji w Bretton Woods dostrzegał znaczenie reguł z perspektywy stabilizowania oczekiwań podmiotów gospodarczych [The Economist, 2000, s. 112], podczas gdy Friedman podkreślał dodatkowo ich rolę, argumentując, że ludzie uczą się na doświadczeniach wyniesionych z przeszłości, a zatem nie mogą być stale zaskakiwani rosnącą inflacją bez żądania wyższych płac [Friedman, 1968]. Uznanie oczekiwań za ważny czynnik determinujący zachowania podmiotów gospodarczych dało początek koncepcji kotwicy nominalnej, a więc wykorzystaniu w polityce pieniężnej celów ilościowych w odniesieniu do wybranej zmiennej nominalnej (np. wzrostu podaży pieniądza, inflacji czy kursu walutowego), których realizację można było na bieżąco monitorować, co – m.in. poprzez dyscyplinujący wpływ na władze monetarne – miało stabilizować oczekiwania. Przypisanie dużego znaczenia oczekiwaniom unieważniało w znacznej mierze zależność wyrażaną przez krótkookresową krzywą Phillipsa [Friedman, 1968; Phelps, 1967] i dało początek późniejszej koncepcji dynamicznej niespójności w czasie polityki gospodarczej [Kydland, Prescott, 1977; Barro, Gordon, 1983].

W połowie lat 70. XX w. wiele krajów rozwiniętych zdecydowało się więc sięgnąć po strategię kontroli podaży pieniądza jako sposób na obniżenie inflacji[9]. Strategia ta miała służyć realizacji postulatów monetarystycznych – a więc przewidywała,

[8] Friedman wskazywał na długie i zmienne opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, które sprawiały, że jej aktywne wykorzystanie było raczej destabilizujące dla gospodarki.

[9] Warto jednak zaznaczyć, że nawet w okresie rosnącego znaczenia teorii monetarystycznych żaden z banków centralnych nie zdecydował się na zastosowanie w praktyce ortodoksyjnej wersji tej koncepcji w postaci reguły *k*-procent Friedmana, przewidującej utrzymywanie stałego tempa wzrostu podaży pieniądza.

że głównym celem polityki pieniężnej będzie stabilizacja inflacji na niskim poziomie, czemu miało służyć prowadzenie polityki pieniężnej uwzględniającej reguły odnoszące się do podaży pieniądza jako kotwicy nominalnej.

Wśród głównych gospodarek, które podążyły za wizją monetarystów, były Niemcy, Szwajcaria, Kanada, Wielka Brytania i Stany Zjednoczone [Mishkin, 2006, s. 5–6], choć ich podejście do realizacji założeń monetarystów nie było w rzeczywistości jednolite. Niemcy i Szwajcaria, którym udało się już wówczas zbudować wiarygodność swojej polityki pieniężnej, wykorzystywały w dużym stopniu strategię kontroli podaży pieniądza jako narzędzie komunikacji, podkreślając przy tym długoterminowy charakter związku między agregatami monetarnymi a inflacją. O ile polityka pieniężna w ich wydaniu była jednak dość elastyczna, w tym pozwalała na okresowe odchylanie się inflacji od celu, o tyle zakładała dążenie do kompensowania takich odchyleń w kolejnych okresach[10].

Pod koniec lat 80. XX w. nasiliły się jednak wyzwania związane z pomiarem podaży pieniądza jako wielkością mającą przełożenie na procesy inflacyjne. Wynikało to w głównej mierze z innowacji finansowych, które zakłócały zidentyfikowane wcześniej relacje [Bordo, 2008, s. 718]. Pojawiła się zatem potrzeba wypracowania alternatywnej strategii, która uwzględniałaby wnioski płynące z hipotezy racjonalnych oczekiwań i zarazem odpowiadała na problem dynamicznej niespójności w czasie. Wymogi te przemawiały za zastosowaniem silnej kotwicy nominalnej, która wpływałaby na oczekiwania podmiotów gospodarczych. W efekcie na przełomie lat 80. i 90. XX w. pojawiła się koncepcja zastosowania wprost publicznie ogłoszonego celu inflacyjnego jako sposobu na stabilizowanie oczekiwań, a przez to także inflacji.

Za pierwszy kraj, który zdecydował się na wykorzystanie takiego właśnie podejścia, uznaje się Nową Zelandię, choć wielu elementów charakterystycznych dla strategii celu inflacyjnego można doszukać się już we wcześniejszej praktyce Bundesbanku. Z punktu widzenia banków centralnych to, co obecnie uznaje się za jedną z wiodących strategii polityki pieniężnej, było początkowo czysto pragmatyczną próbą obniżenia podwyższonej inflacji przy pomocy ogłoszonego celu inflacyjnego, bez posiłkowania się celami pośrednimi. Skuteczność tego podejścia spowodowała rosnące zainteresowanie innych banków centralnych strategią celu inflacyjnego, która – mimo krytyki, jaka pojawiła się zwłaszcza po Globalnym Kryzysie Finansowym (z 2008 r.) – zyskuje nadal na popularności [Niedźwiedzińska, 2022, s. 2].

W latach 90. XX w. i w pierwszych dwóch dekadach XXI w. wiele krajów zdecydowało się na wybór właśnie tego reżimu monetarnego. Co ważne, żaden bank

[10] Doświadczenia Kanady, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych związane ze stosowaniem strategii kontroli podaży pieniądza były mniej pozytywne [Mishkin, 2006, s. 6–11].

centralny nie stosuje go w wersji rygorystycznej, a obowiązującym obecnie standardem jest elastyczna strategia celu inflacyjnego, zakładająca brak automatyzmu w reagowaniu na odchylenia inflacji od celu. Kluczowe jest jednak komunikowanie powodów uzasadniających potrzebę zachowania elastyczności, tak aby nie osłabić wiarygodności banku centralnego. Stąd bardzo trafnym określeniem istoty strategii celu inflacyjnego wydaje się sformułowanie „ograniczona dyskrecjonalność" (*constrained discretion*) [Bernanke, Mishkin, 1997, s. 10]. Pozwala ona władzom monetarnym na prowadzenie polityki pieniężnej z uwzględnieniem subiektywnej oceny całokształtu procesów makroekonomicznych (obejmującej także ocenę szoków oddziałujących na gospodarkę), ale przy dbałości o utrzymanie wiarygodności w dążeniu do zapewnienia niskiej i stabilnej inflacji [Bernanke, 2003].

Choć początkowo po strategię celu inflacyjnego sięgały głównie kraje rozwinięte, to szybko stała się ona popularna także w gospodarkach rozwijających się[11] i obecnie stosuje ją zdywersyfikowana grupa krajów. Warto też wspomnieć, że w przeszłości decyzję o przyjęciu strategii celu inflacyjnego nierzadko poprzedzały kryzysy wcześniej stosowanego reżimu monetarnego[12], podczas gdy w ostatnich latach jest to dużo częściej wynik kilkuletniego okresu przygotowań danego banku centralnego do spełnienia określnych wymogów instytucjonalnych związanych z jej wdrażaniem[13]. Ponadto, mimo krytyki i poszukiwania alternatyw, jak dotąd właściwie żaden bank centralny stosujący strategię celu inflacyjnego nie zdecydował się od niej odstąpić[14].

Warto odnotować, że w ostatnim czasie rewizji swoich strategii polityki pieniężnej dokonały Stany Zjednoczone i strefa euro[15]. Choć w znacznym stopniu były to inicjatywy podjęte w reakcji na krytykę strategii celu inflacyjnego, to przełożyły

11 Podział na kraje rozwinięte i rozwijające się bazuje na klasyfikacji MFW.

12 Przykładowo Szwecja, Wielka Brytania i Finlandia przyjęły strategię celu inflacyjnego w następstwie kryzysu unijnego mechanizmu kursowego (ERM) z 1992 r., Korea, Tajlandia, Filipiny oraz Indonezja po azjatyckich kryzysach walutowych z lat 1997–1998, Czechy po kryzysie walutowym z 1997 r., a Brazylia, Chile i Kolumbia po kryzysie finansowym z 1998 r. [Grostal i in., 2016, s. 14].

13 Warto zauważyć, że o ile w przypadku większości krajów, zwłaszcza mniejszych, stosowanie strategii celu inflacyjnego jest uważane za wspierające wiarygodność danego banku centralnego poprzez spełnienie wymogów, jakie przewiduje ta strategia m.in. co do niezależności władz monetarnych i ich transparentności, o tyle w przypadku największych gospodarek nie ma to aż takiego znaczenia. W szczególności Stany Zjednoczone i strefa euro przez długi czas nie określały swoich strategii jako strategii celu inflacyjnego, bo i tak cieszyły się wysoką wiarygodnością.

14 Wyjątkiem może być Argentyna, która ogłosiła przyjęcie strategii celu inflacyjnego w 2016 r., ale pod koniec 2018 r. powróciła do stabilizowania agregatów pieniężnych. Wydaje się jednak, że jej deklaracje co do spełnienia wymogów stawianych krajom wykorzystującym strategię celu inflacyjnego były przedwczesne, gdyż tamtejszy bank centralny nie publikował wówczas projekcji inflacji. Przykład ten pozwala dostrzec też odmienność klasyfikacji *de jure* i *de facto*.

15 Niedawno przeglądu swojej strategii dokonał również Bank Kanady [2021a], co zakończyło się potwierdzeniem utrzymania głównych elementów dotychczasowego reżimu monetarnego, w tym dalszego stosowania elastycznej strategii celu inflacyjnego.

się one w praktyce na potwierdzenie dominacji tego reżimu. Amerykański Fed ogłosił wprawdzie, że będzie stosował strategię uśrednionego celu inflacyjnego, ale nie zmieniło to zasadniczo reguł rządzących polityką pieniężną w tej gospodarce [Clarida, 2020; Fed, 2020][16]. Również Europejski Bank Centralny (EBC) nie wprowadził modyfikacji, które można by nazwać nowym reżimem monetarnym, a wręcz przyznał otwarcie, że stosuje strategię celu inflacyjnego [EBC, 2021a; EBC, 2021b; EBC, 2021c][17].

5.4. Źródła informacji o wyborze stosowanych reżimów monetarnych

Kształt międzynarodowego systemu monetarnego, który po upadku systemu z Bretton Woods, stał się wynikiem indywidualnych decyzji poszczególnych krajów, ulegał zasadniczym zmianom. Warto je prześledzić, choć zebranie informacji o strategiach polityki pieniężnej stosowanych przez możliwie dużą liczbę gospodarek jest trudne z kilku względów.

Po pierwsze, wybory dokonywane przez banki centralne na przestrzeni ostatnich dekad podlegały rewizjom – i w odpowiedzi na zmieniający się konsensus co do zasad rządzących polityką gospodarczą, w tym monetarną, i w odpowiedzi na zmieniające się uwarunkowania, w tym rozwój gospodarczy, innowacje finansowe czy postępującą integrację ekonomiczną w części krajów. Znaczenie miały także inne czynniki, jak np. doświadczenia różnych banków centralnych ze stosowanymi przez nie reżimami, sytuacja makroekonomiczna, kryzysy gospodarcze czy postęp w budowaniu wiarygodności.

---

16 Prezentując wyniki swojego przeglądu, Fed podkreślił, że cel dotyczący stabilności cen będzie odnosił się do średniej inflacji w pewnym okresie, a przy ocenie celu dotyczącego zatrudnienia pod uwagę będzie brany niedobór zatrudnienia względem jego maksymalnego poziomu, a nie odchylenia zarówno w górę, jak i w dół od stanu pełnego zatrudnienia.

17 Po przeprowadzeniu rewizji swojej strategii EBC utrzymał bez zmian wiele kluczowych elementów dotychczasowego reżimu monetarnego, akcentując jednocześnie kilka aspektów, które są obecnie przedmiotem zainteresowania banków centralnych (np. trwałe poszerzenie zestawu instrumentów o narzędzia niestandardowe, większy nacisk na kwestie stabilności finansowej, rosnące znaczenie zmian klimatycznych). Wśród modyfikacji, które dotyczą istoty reżimu monetarnego stosowanego przez EBC, warto wspomnieć zmianę definicji stabilności cen (ogłoszono *explicite* symetryczny cel inflacyjny na poziomie 2% oraz dopuszczono możliwość przekraczania przez inflację poziomu 2% przez pewien okres), która w połączeniu z całokształtem komunikacji dotyczącej rewizji strategii EBC potwierdza, że strefa euro stosuje strategię celu inflacyjnego, choć – jak już zaznaczono – wcześniej przedstawiciele EBC unikali takich deklaracji.

Po drugie, często brak jest oficjalnych informacji o sposobnie prowadzenia polityki pieniężnej przez dany bank centralny[18], w tym o stosowanej strategii. Zwrot w bankowości centralnej w kierunku przejrzystości (*transparency*) nastąpił bowiem dopiero w latach 90. XX w. oraz na początku XXI w., wcześniej natomiast banki centralne raczej wybiórczo informowały o swoich działaniach[19].

Po trzecie, problemem jest często brak ostrych granic między poszczególnymi reżimami monetarnymi oraz możliwy brak spójności między deklarowaną przez bank centralny strategią a polityką realizowaną w rzeczywistości, a więc klasyfikacją *de jure* i *de facto*[20]. Oznacza to, że często nie da się jednoznacznie określić, jaki reżim monetarny panuje w danym kraju, i ani obserwacja stosowanych instrumentów, ani analiza komunikacji władz monetarnych nie ułatwia w niektórych przypadkach tego zadania.

Mimo tych trudności powstają przeglądy stosowanych przez różne kraje strategii oraz ich zmian na przestrzeni wielu lat. Wśród ważnych publikacji dotyczących tego zagadnienia należy wymienić klasyfikację reżimów kursowych *de facto* Reinhart i Rogoffa [2004] (obejmującą 153 kraje w latach 1946–2001) oraz alternatywną autorstwa Levy-Yeyatiego i Sturzeneggera [2005] (obejmującą 183 kraje w latach 1974–2000). Szczegółową analizę zmian strategii rozumianych szerzej niż tylko wybór reżimu kursowego można znaleźć natomiast w pracy Cottarellego i Gianniniego [1997], choć przedmiotem ich zainteresowania było autorskie rozróżnienie typów strategii (badanie dotyczyło 100 krajów w latach 1970–1994), oraz w publikacji Cobhama [Cobham, 2019], który prześledził zmiany reżimów monetarnych w większych gospodarkach (analizując 59 kraje w latach 1974–2014).

Wiele z tych publikacji bazowało na raportach MFW *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Zwarte w nich informacje odnoszące się do reżimów kursowych stosowanych jako kotwica nominalna i do strategii polityki pieniężnej

---

18 Dotyczy to zarówno największych gospodarek, jak i mniejszych państw, przy czym tę lukę informacyjną dużo łatwiej uzupełnić w przypadku wiodących banków centralnych, których działalność była przedmiotem zainteresowania ekonomistów i przez to na bieżąco analizowana.

19 Przykładowo do 1994 r. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych nie ogłaszała publicznie nawet podjętych decyzji o stopach procentowych.

20 Do przykładowych kontrowersji należą wspomniany już przypadek Argentyny oraz klasyfikacja strategii stosowanej przez EBC. Do niedawna EBC – choć stosował reżim monetarny spełniający wymogi strategii celu inflacyjnego (mimo pewnych dodatkowych elementów w postaci filara monetarnego) – przez długi czas unikał nawet używania określenia „cel inflacyjny" dla nazwania swojej definicji stabilności cen. We wcześniejszych publikacjach odnoszących się do strategii polityki pieniężnej EBC podkreślał wręcz różnice między swoim reżimem monetarnym a strategią celu inflacyjnego, choć z obecnej perspektywy widać, że rozumienie przez EBC tej strategii było bardzo uproszczone i poniekąd błędne [Niedźwiedzińska, 2021]. Podobne zdystansowane podejście do strategii celu inflacyjnego stosowały w przeszłości także Fed oraz Bank Japonii, a do grupy krajów wciąż stroniących od zdeklarowania się jako stosujące strategię celu inflacyjnego należy m.in. Szwajcaria.

innych typów – począwszy od przeglądu z 2000 r. – dostępne są w postaci bazy danych [IMF AREAER, 2021].

Na potrzeby niniejszego opracowania zdecydowano się wykorzystać informacje o strategiach polityki pieniężnej stosowanych przez 100 analizowanych krajów z pracy Cottarellego i Gianniniego [1997], zaktualizowane na podstawie klasyfikacji z kolejnych raportów MFW[21] oraz uzupełnione o informacje dotyczące krajów posocjalistycznych zgodnie z analizą Cobhama [2019].

Połączenie różnych zbiorów danych wymagało przyjęcia pewnych uproszczeń i założeń. Po pierwsze, ponieważ kategorie wyróżnione w opracowaniu Cottarellego i Gianniniego [1997] nie w pełni pokrywały się z typologią strategii monetarnych stosowaną obecnie przez MFW, część reżimów została połączona w szersze typy strategii, a w stosunku do innych starano się znaleźć jak najbliższe odpowiedniki reżimów monetarnych zgodnie z ich opisami zawartymi w artykule (tabela 5.1). Pierwsze podejście dotyczyło połączenia dwóch kategorii strategii odnoszących się do stabilizacji kursu walutowego z pracy Cottarellego i Gianniniego [1997], które różniły się między sobą jedynie stosowaniem lub brakiem stosowania instrumentów kontroli przepływów kapitałowych. Ponieważ obecnie istnieje wiele podtypów strategii bazujących na kursie walutowym jako kotwicy nominalnej, które w większości uwzględniają pewne ograniczenia w swobodzie przepływów kapitałowych (choć są od tego wyjątki), zdecydowano się połączyć w jeden typ wszystkie wyróżniane przez MFW reżimy monetarne wykorzystujące strategię stabilizacji kursu walutowego[22]. Drugi sposób na ujednolicenie klasyfikacji dotyczył strategii wykorzystujących krótkoterminowe cele pośrednie, które w artykule Cottarellego i Gianniniego [1997] zostały tak właśnie nazwane bez przybliżania ich natury, choć autorzy zaznaczyli jednocześnie, że zdecydowanie przeważają wśród nich cele odnoszące się do agregatów monetarnych. Stąd te typy strategii uznano za najbardziej zbliżone do obecnie stosowanych reżimów wykorzystujących kontrolę podaży pieniądza.

21 Wykorzystane raporty MFW obejmują *The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* z lat 2000–2020.

22 MFW wyróżnia kilka odmian reżimu zakładającego stabilizację kursu walutowego, różniących się między sobą przede wszystkim sztywnością powiązania kursu waluty krajowej z walutą referencyjną (lub koszykiem walut). Połączenie ich w jedną kategorię nie ma jednak znaczenia z perspektywy ogólnego obrazu zmian, jakie zachodzą w preferencjach dotyczących stosowania różnych typów strategii polityki pieniężnej.

Tabela 5.1. Porównanie klasyfikacji reżimów monetarnych stosowanych w różnych publikacjach

Lp.	Klasyfikacja Cottarellego i Gianniniego [1997]	Klasyfikacja MFW	Kategoria stosowana w pracy
1	brak własnej waluty	brak własnej waluty	brak własnej waluty
2	unia walutowa	unia walutowa	unia walutowa → stabilizacja kursu walutowego* unia walutowa → strategia celu inflacyjnego*
3	izba walutowa	izba walutowa	izba walutowa
4	stabilizacja kursu walutowego bez kontroli przepływów kapitału	kurs walutowy jako kotwica nominalna (z wyłączeniem braku własnej waluty, unii walutowej i izby walutowej)	stabilizacja kursu walutowego (± kontrola przepływów kapitału)
5	stabilizacja kursu walutowego z kontrolą przepływów kapitału		
6	stabilizacja kursu walutowego z kontrolą przepływów kapitału i krótkoterminowym celem pośrednim	kurs walutowy jako kotwica nominalna (z wyłączeniem braku własnej waluty, unii walutowej i izby walutowej), w połączeniu z celem odnoszącym się do agregatów monetarnych	stabilizacja kursu walutowego (+ kontrola przepływów kapitału) + cel pośredni
7	krótkoterminowy cel pośredni**	cel odnoszący się do agregatów monetarnych	kontrola podaży pieniądza
8	strategia celu inflacyjnego	strategia celu inflacyjnego	strategia celu inflacyjnego
9	dyskrecjonalność	inna strategia lub inna strategia polegająca na wykorzystaniu kursu walutowego jako kotwicy nominalnej (z wyłączeniem braku własnej waluty, unii walutowej i izby walutowej), w połączeniu z realizacją programu pomocowego MFW	dyskrecjonalność
10	–	–	bezpośrednia kontrola kredytu, oprocentowania itp.***

* W przypadku unii walutowych po symbolu → wskazana jest strategia stosowana przez unię walutową jako całość, stąd wyróżniono dwie podgrupy unii walutowych. ** Autorzy podają, że w krajach zaklasyfikowanych jako stosujące krótkoterminowy cel pośredni w przeważającej liczbie przypadków chodziło o cel odnoszący się do agregatów monetarnych [Cottarelli, Giannini, 1997, s. 11]. *** Kategoria zapożyczona z pracy Cobhama [2019] i odnosząca się do strategii polityki pieniężnej stosowanej przez kraje posocjalistyczne przed okresem transformacji. Gospodarki te nie zostały ujęte w pracy Cottarellego i Gianniniego [1997], a dane sprzed transformacji ustrojowej nie są uwzględniane w raportach MFW, stąd brak odpowiednika tej strategii w analizowanych publikacjach.

Źródło: opracowanie własne.

Po drugie, ze względu na brak informacji na temat Tajwanu w raportach MFW zdecydowano się usunąć go z bazy. Pozostałe prawie 100 krajów analizowanych w pracy Cottarellego i Gianniniego [1997] jest brane pod uwagę także przez MFW, co zadecydowało o tym, że zostały one uwzględnione także w niniejszym

przeglądzie. Należy przy tym zaznaczyć, że zakres podmiotowy raportów MFW jest szerszy, gdyż obejmuje blisko 200 krajów. Jednak ze względu na brak możliwości uzupełnienia wstecz informacji o strategiach stosowanych przez większość krajów pominiętych w publikacji Cottarellego i Gianniniego [1997] rozszerzenie bazy danych o wszystkie ujmowane przez MFW gospodarki byłoby problematyczne[23]. O ile w przypadku wielu mniejszych krajów, które stosują reżim oparty na stabilizacji kursu walutowego, nie powinno to silnie zakłócać wyników analizy względnej popularności różnych typów strategii – zwłaszcza jeżeli znaczenie ma także rola krajów w gospodarce światowej, o tyle pominięcie gospodarek posocjalistycznych w tym zestawieniu byłoby zbyt dużym ograniczeniem (tabela 5.3 w aneksie)[24]. Dlatego też, posiłkując się danymi z artykułu Cobhama [2019], uzupełniono bazę danych o informacje o reżimach monetarnych wykorzystywanych przez kraje posocjalistyczne od momentu rozpoczęcia przez nie transformacji do okresu ujętego w raportach MFW. Natomiast w odniesieniu do okresu realizowania przez te kraje założeń gospodarki centralnie planowanej uznano – również za pracą Cobhama [2019] – że tamtejsze banki centralne stosowały bezpośrednią kontrolę kredytu, oprocentowania itp., dążąc do urzeczywistnienia koncepcji monobanku.

Po trzecie, w ramach ujednolicania podejścia do krajów będących członkami unii walutowych zrezygnowano z uwzględniania w przeglądzie zarówno unii walutowej, jak i jej członków, ograniczając się do pozostawienia jedynie krajów członkowskich (tabela 5.3 w aneksie). Oznaczało to wykluczenie z analizy – jako osobnych obserwacji – dwóch afrykańskich unii walutowych[25] oraz strefy euro. Jednocześnie poszczególne kraje będące członkami tych formacji są ujęte w przeglądzie, przy czym jako ich reżim walutowy wskazany jest reżim stosowany przez unię jako całość, stąd unia walutowa została w praktyce uwzględniona w klasyfikacji w dwóch podtypach (tabela 5.1). Uzasadnieniem dla tego podejścia jest chęć

23 Wydaje się, że w przypadku większości gospodarek nie niesie to zbyt daleko idących konsekwencji, gdyż są to kraje przeważnie bardzo małe, a więc ich znaczenie dla gospodarki światowej jest niewielkie [Niedźwiedzińska, 2022, s. 41–44]. Należy jednak zaznaczyć, że stosują one przeważnie strategie oparte na kontroli kursu walutowego, co oznacza, że ich pominięcie zmniejsza relatywną popularność właśnie tego typu reżimu monetarnego na świecie.

24 Większość krajów posocjalistycznych to obecnie kraje średnie lub duże, jeżeli chodzi o potencjał gospodarczy, które na przestrzeni lat zmieniały stosowane przez siebie strategie polityki pieniężnej. Do tej grupy zaliczono także Chiny.

25 CAMU – Unia Walutowa Afryki Środkowej, i WAEMU – Unia Gospodarcza i Walutowa Afryki Zachodniej (wcześniej WAMU – Unia Walutowa Afryki Zachodniej), zostały więc uwzględnione w analizie poprzez włącznie do niej ich krajów członkowskich. Zdecydowano się natomiast pominąć ECCU – Unię Walutową Wschodnich Karaibów (wcześniej ECCA – Obszar Walutowy Wschodnich Karaibów), ze względu na brak szczegółowych informacji o tworzących ją krajach członkowskich w artykule Cottarellego i Gianniniego [1997], co wynikało prawdopodobnie z faktu, że są to bardzo małe gospodarki (wyjątkiem jest Barbados, który do 1973 r. był członkiem ECCA i został uwzględniony w tym przeglądzie).

pokazania relatywnego znaczenia różnych reżimów walutowych, co wydaje się bardziej namacalnie uchwytne, jeżeli daną strategię uzna się za dotyczącą wszystkich członków unii walutowej[26]. Należy to jednak uwzględniać na etapie analizy wyników.

Po czwarte, dane zawarte w pracy Cottarellego i Gianniniego [1997] kończą się na 1994 r., a dostępne raporty MFW obejmują okres sięgający najwcześniej 2000 r., co oznacza, że w danych jest luka obejmująca lata 1995–1999. Aby ją uzupełnić, zdecydowano się przyjąć pewne upraszczające założenia. W przypadku krajów, które stosowały ten sam reżim monetarny w 1994 r. i w 2000 r., przyjęto, że został on utrzymany również w latach 1995–1999. Z kolei w przypadku krajów stosujących dwa różne reżimy w 1994 r. i w 2000 r., założono, że strategia z 2000 r. została przyjęta w 1995 r. i od tego czasu obowiązywała. Pierwsze z tych założeń wydaje się mało kontrowersyjne, drugie może zaś budzić pewne wątpliwości, choć biorąc pod uwagę, że chodzi o okres zaledwie pięciu lat, i zakładając, że banki centralne nie zmieniały co chwila stosowanych strategii, to konsekwencją tego podejścia jest ewentualnie nieco wcześniejsze przypisanie danego reżimu monetarnego określonemu bankowi centralnemu[27]. Nie ma to jednak znaczenia z perspektywy śledzenia bardziej długookresowych tendencji w zakresie preferowania różnych typów strategii.

Warto zaznaczyć, że prezentowany przegląd obejmuje strategie *de facto* stosowane przez banki centralne, stąd daty przyjęcia danego reżimu monetarnego mogą odbiegać od terminów deklarowanych przez bank centralny, jeżeli autorzy publikacji wykorzystanych tu jako źródła informacji uznali, że deklaracje te nie przełożyły się w praktyce na działania władz monetarnych.

Ostatecznie stworzona baza obejmuje dane na temat ok. 110 krajów z lat 1970–2019, co oznacza ok. 5400 obserwacji informujących o stosowanej w danym roku przez określony bank centralny strategii polityki pieniężnej (a w przypadku zmiany reżimu w ciągu roku – o strategii stosowanej przez większą część roku w danym kraju). Na jej podstawie można przeanalizować trendy w relatywnej popularności

---

26 Przykładowo strategię celu inflacyjnego przypisano wszystkim krajom członkowskim strefy euro. Zastosowane podejście pozwala wyróżnić strategię będącą wyborem EBC, który jest jednym z głównych banków centralnych na świecie. Z kolei inne unie walutowe ujęte w analizie – poprzez uwzględnienie w niej krajów członkowskich CAMU i WAEMU – stosują reżimy monetarne oparte na stabilizacji kursu walutowego, co świadczy również o preferencjach mniejszych krajów co do wyboru odpowiedniej dla nich strategii polityki pieniężnej.

27 Jedynie dla gospodarek, które przyjęły strategię celu inflacyjnego w okresie właśnie tych 5 lat luki w danych, rok jej wprowadzenia jest uzupełniany zgodnie z informacjami podanymi przez Ciżkowicz-Pękałę i in. [2019, s. 221–227], a więc na podstawie deklaracji banków centralnych (tj. klasyfikacji *de jure*). W konsekwencji tu również może dojść do przypisania strategii celu inflacyjnego danemu bankowi centralnemu z niewielkim wyprzedzeniem względem faktycznego rozpoczęcia stosowania tego reżimu (tj. klasyfikacji *de facto*), ale nie ma to znaczenia przy analizie ogólnych tendencji.

różnych reżimów monetarnych (wyróżniono ok. 10 typów reżimów). Przegląd obejmuje 25 gospodarek rozwiniętych i ok. 85 gospodarek rozwijających się. Łącznie odpowiadają one za ok. 75% światowego PKB[28].

5.5. Preferencje w zakresie stosowania różnych reżimów monetarnych

Analiza zebranych informacji pozwala zauważyć znaczące zmiany w obrazie międzynarodowego systemu monetarnego od 1970 r. (rysunek 5.1). Należy jednak na wstępie podkreślić, że nie jest tu *explicite* brane pod uwagę znaczenie danego kraju w gospodarce globalnej. Jednocześnie *implicite* wielkość gospodarek ma pewne znaczenie, bo w przeglądzie nie uwzględniono bardzo małych krajów[29].

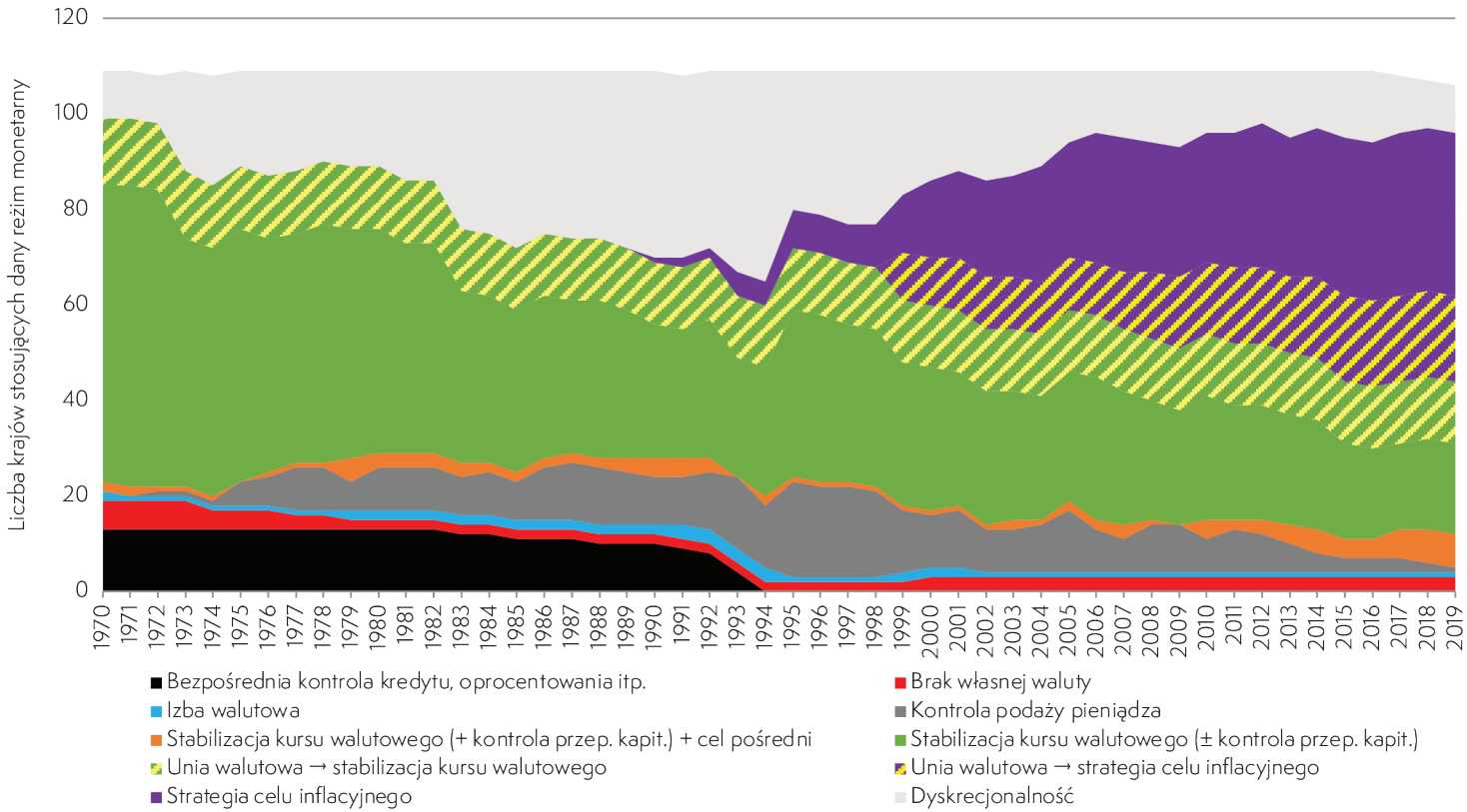
Pomijając kilka krajów bez jakiejkolwiek strategii polityki pieniężnej[30] (można też tu wskazać państwa, które do chwili przeprowadzenia transformacji ustrojowej stosowały bezpośrednią kontrolę kredytu itp.) oraz marginalną rolę reżimu izby walutowej, warto odnotować stopniowy zanik strategii kontroli podaży pieniądza, która w czystej postaci prawie już nie występuje. Na tym tle zauważalna jest nieco większa i w ostatnim czasie lekko rosnąca popularność strategii mieszanej, łączącej wykorzystanie kursu walutowego jako kotwicy nominalnej z wyznaczaniem i ogłaszaniem celów dla agregatów monetarnych. Najsilniejszy spadek znaczenia odnotowano w przypadku strategii bazującej na stabilizacji kursu walutowego, choć jest to nadal reżim preferowany przez wiele krajów. Jeżeli wziąć dodatkowo pod uwagę, że znaczna część małych gospodarek nieuwzględnionych w badaniu wykorzystuje kontrolę kursu, to okaże się, że jest to bezwzględnie strategia wciąż szeroko rozpowszechniona. Od połowy lat 90. XX w. widać natomiast bardzo wyraźnie, że spada popularność reżimów dyskrecjonalnych (a więc stroniących od celów pośrednich lub wykorzystujących wiele celów pośrednich, których względne znaczenie może się zmieniać w czasie), a rośnie poparcie dla strategii celu inflacyjnego. Ta ostatnia dominuje wręcz wśród analizowanych gospodarek, a jej przewaga byłaby jeszcze większa, gdyby uwzględnić potencjał stosujących ją krajów, gdyż są to w głównej mierze średnie i duże gospodarki.

28 Zgodnie z danymi MFW [2021b] za 2019 r.

29 Przegląd nie obejmuje też krajów nowo powstałych lub będących w stanie wojny, w tym wojny domowej, w okresie uwzględnionym w analizie Cottarellego i Gianniniego [1997].

30 Chodzi tu przede wszystkim o gospodarki w pełni zdolaryzowane.

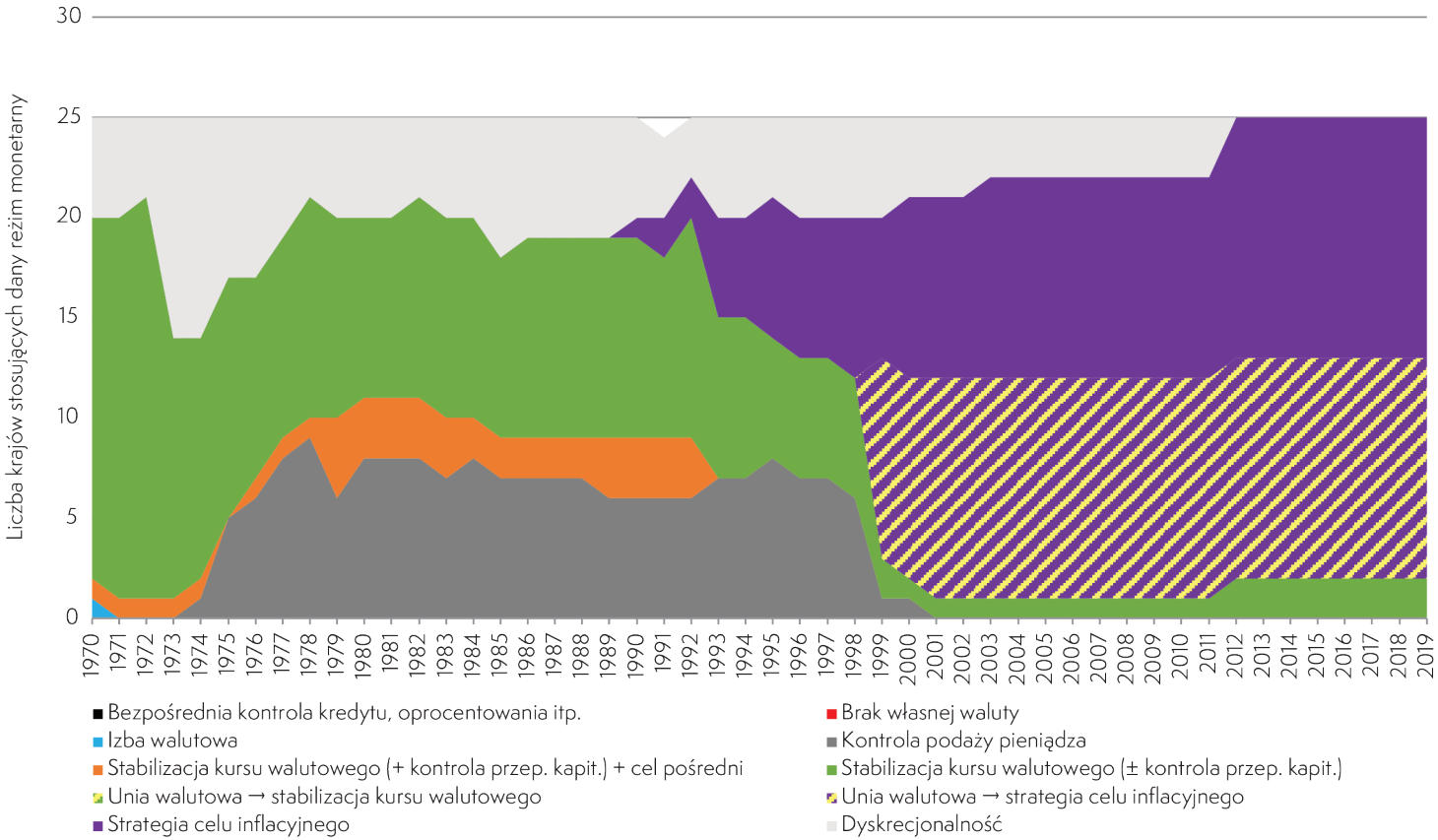
Rysunek 5.1. Strategie polityki pieniężnej stosowane przez różne kraje na świecie w latach 1970–2019



Uwagi: oznaczenia reżimów monetarnych zgodnie z informacjami podanymi w tabeli 5.1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z pracy Cottarellego i Gianniniego [1997], raportów MFW i publikacji Cobhama [2019].

Rysunek 5.2. Strategie polityki pieniężnej stosowane przez kraje wysoko rozwinięte w latach 1970–2019



Uwagi: oznaczenia reżimów monetarnych zgodnie z informacjami podanymi w tabeli 5.1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z pracy Cottarellego i Gianniniego [1997], raportów MFW i publikacji Cobhama [2019].

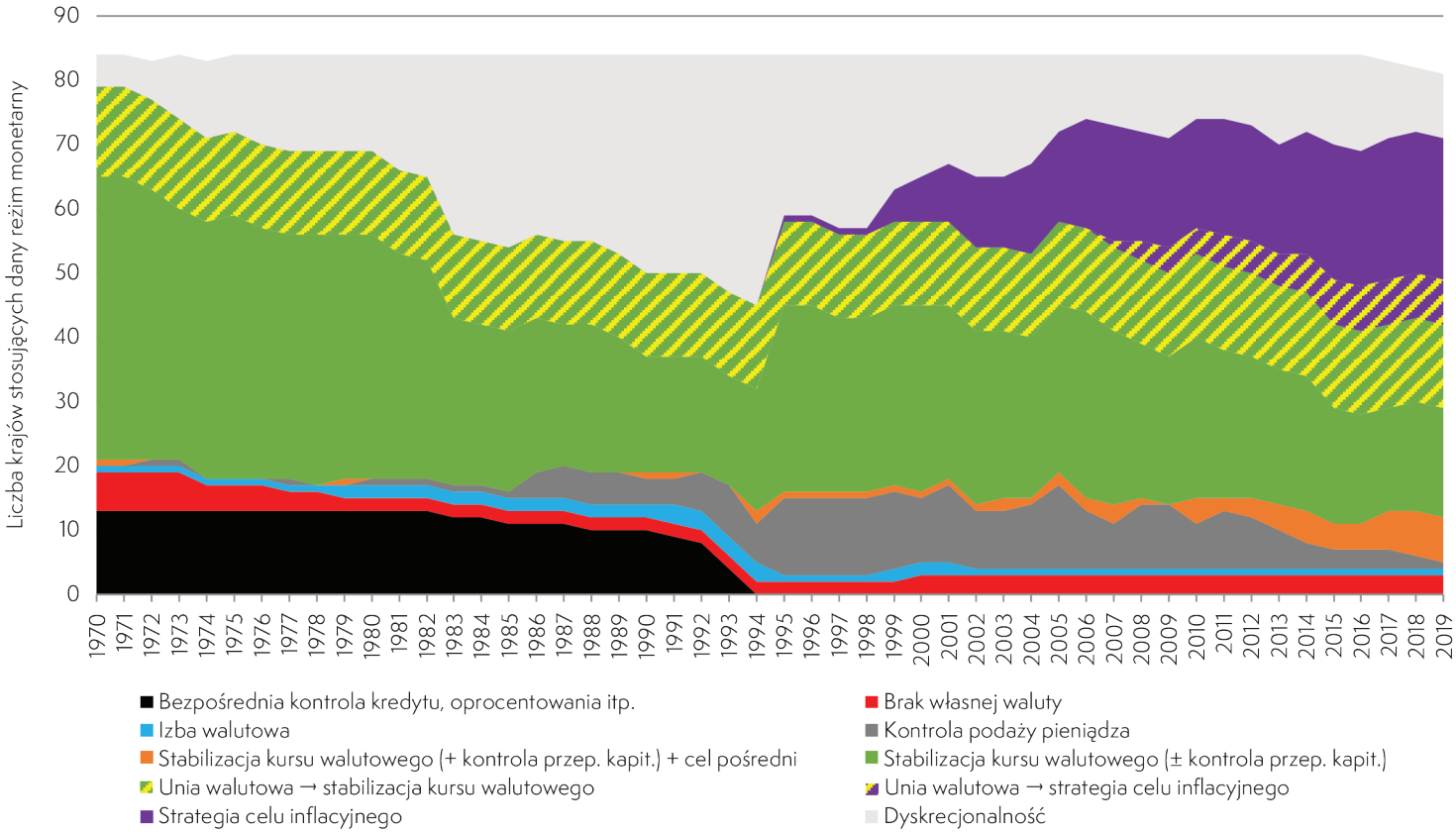
Oprócz zastrzeżenia dotyczącego stosowania reżimu opartego na kursie walutowym przez większą liczbę krajów na świecie niż wynikająca z prezentowanego przeglądu, trzeba jednak pamiętać, że wśród 110 krajów objętych badaniem 25 jest członkami unii walutowych[31]. Rola unii walutowej jest zatem również znacząca – choć w zależności od przyjętego modelu – jej członkowie preferują częściowo stosowanie strategii celu inflacyjnego (wykorzystywanej przez członków strefy euro), a częściowo reżim oparty na stabilizacji kursu walutowego (wykorzystywany przez członków unii afrykańskich).

Podobne wnioski można wyciągnąć z analizy strategii polityki pieniężnej stosowanej w krajach wysoko rozwiniętych (rysunek 5.2), choć tu jeszcze wyraźniejsza jest tendencja spadkowa, polegająca na odchodzeniu od reżimów opartych na stabilizacji kursu walutowego, kontroli podaży pieniądza lub łączeniu obu tych celów (tj. kursowego i odnoszącego się do agregatów monetarnych), podczas gdy strategia celu inflacyjnego wydaje się od dłuższego czasu bezkonkurencyjna. Wśród średnich i dużych krajów rozwiniętych strategię celu inflacyjnego stosuje bowiem ponad 90% gospodarek, z zastrzeżeniem, że strefa euro reprezentowana jest tu przez swoje kraje członkowskie, z których wszystkie – zgodnie z przyjętym podejściem – można zaliczyć do grona gospodarek stosujących strategię celu inflacyjnego. Wyodrębnienie unii walutowej jako osobnego reżimu zmienia zatem znacząco obraz i właściwie zrównuje rolę unii walutowej ze strategią celu inflacyjnego pod koniec badanego okresu, przy czym chodzi tu wyłącznie o kraje strefy euro, do której należy 11 z 25 analizowanych gospodarek rozwiniętych.

Obraz dotyczący gospodarek rozwijających się jest jeszcze bardziej zbliżony do tendencji widocznych w całej próbie (rysunek 5.3). Wciąż istnieją kraje, które podporządkowały swój reżim monetarny kontroli podaży pieniądza, choć jest ich coraz mniej. Nieznacznie rośnie za to znacznie strategii mieszanej, gdzie oprócz celów odnoszących się do agregatów monetarnych stabilizuje się także kurs walutowy. Strategia oparta na kursie walutowym cieszy się w tej grupie krajów wręcz niesłabnącą popularnością, z wyłączeniem okresu II połowy lat 90. XX w., charakteryzującego się nagromadzeniem kryzysów walutowych. Atrakcyjność kotwicy kursowej została bowiem wówczas podana w wątpliwość wobec serii kryzysów, takich jak kryzys meksykański z 1994 r., kryzys azjatycki z 1997 r. czy kryzys rosyjski z 1998 r. Rośnie natomiast w tej grupie krajów także znaczenie strategii celu inflacyjnego – głównie kosztem spadku znaczenia strategii dyskrecjonalnej.

[31] Badanie obejmuje 18 krajów członkowskich strefy euro (bez Luksemburga), 7 krajów należących do WAEMU i 6 członków CAMU.

Rysunek 5.3. Strategie polityki pieniężnej stosowane przez kraje rozwijające się w latach 1970–2019



Uwagi: oznaczenia reżimów monetarnych zgodnie z informacjami podanymi w tabeli 5.1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z pracy Cottarellego i Gianniniego [1997], raportów MFW i publikacji Cobhama [2019].

Podobnie jak w przypadku gospodarek rozwiniętych wyodrębnienie unii walutowej jako osobnego reżimu, który pod koniec badanego okresu obejmuje łącznie 20 z 81 analizowanych gospodarek rozwijających się, zrównuje rolę unii walutowej ze strategią celu inflacyjnego. Należy jednak zaznaczyć, że i tym razem jest to związane z klasyfikacją krajów rozwijających się, które mimo przystąpienia do strefy euro mogą być traktowane jako gospodarki stosujące strategię celu inflacyjnego[32].

5.6. Porównanie systemu z Bretton Woods ze strategią celu inflacyjnego

Z dokonanego przeglądu wynika, że o ile na początku lat 70. XX w. dominowała strategia wykorzystująca kurs walutowy jako narzędzie stabilizacji gospodarek, co stanowiło istotę systemu z Bretton Woods, o tyle obecnie – zwłaszcza wśród dużych i średnich krajów – kluczową rolę odgrywa strategia celu inflacyjnego. Do jej podstawowych elementów – oprócz uznania stabilności cen za cel nadrzędny polityki pieniężnej i ogłaszania wartości liczbowej dla pożądanej stopy inflacji – należy także prowadzenie polityki pieniężnej z wykorzystaniem szerokiego zestawu informacji oraz stosowanie wysokich standardów w zakresie kontroli demokratycznej (*accountability*) i przejrzystości działań banku centralnego, jako uzupełnienie przyznanej im daleko idącej niezależności. Co istotne, strategia celu inflacyjnego nie zakłada wyznaczania celów pośrednich, choć czasami średniookresowe projekcje inflacji mogą być tak traktowane.

Główną zaletą strategii celu inflacyjnego jest wykorzystanie celu inflacyjnego jako kotwicy nominalnej, co z jednej strony sprzyja zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych na odpowiednim poziomie [Mishkin, 1999], a z drugiej ogranicza problem niespójności w czasie polityki pieniężnej [Kydland, Prescott, 1977; Barro, Gordon, 1983]. Jak już wspomniano, strategię celu inflacyjnego można także interpretować jako kompromis między polityką opartą na systemie reguł a polityką dyskrecjonalną [Bernanke, Mishkin, 1997], przez co reżim ten charakteryzuje się stosunkowo wysokim stopniem elastyczności. Polityka pieniężna może być w tym przypadku rozumiana jako dążenie do stabilizowania gospodarki przede wszystkim poprzez realizację celu inflacyjnego, ale w sposób generujący jak najmniejsze koszty w postaci ograniczenia aktywności ekonomicznej [King, 1997; Svensson, 2009].

32 Reszta krajów należących do unii walutowych po zmianie klasyfikacji na reżim monetarny charakterystyczny dla całej unii zwiększa popularność strategii polegającej na stabilizacji kursu walutowego, bo – jak już zaznaczono – dotyczy to unii afrykańskich, które stosują strategie kontroli kursu walutowego.

Biorąc pod uwagę, że na przestrzeni ostatnich dekad zdecydowana większość krajów uczestniczących w systemie z Bretton Woods – często po mieszanych doświadczeniach z wieloma innymi strategiami polityki pieniężnej – zaczęła stosować strategię celu inflacyjnego, warto dokonać porównania głównych elementów systemu z Bretton Woods ze strategią celu inflacyjnego, choć oczywiście ich natura jest wyraźnie odmienna. W tym kontekście interesująca wydaje się analiza Rose'a [2006], gdzie zestawiono kilkanaście charakterystyk tych dwóch reżimów monetarnych (tabela 5.2).

W szczególności inna jest ich geneza, co przekłada się na różnice w założeniach i funkcjonowaniu obu reżimów. System z Bretton Woods był wynikiem wielostronnych uzgodnień, planowanym, uzasadniającym istnienie instytucji nadzorującej jego funkcjonowanie, z kluczową rolą jednej gospodarki – Stanów Zjednoczonych. System ten był z założenia nakierowany na aspekt międzynarodowy działań podejmowanych przez banki centralne i charakteryzował się ograniczoną tolerancją dla swobody przepływów kapitałowych i akumulacji nierównowag na rachunku bieżącym. Z kolei strategia celu inflacyjnego powstała z pragmatycznego podejścia krajów średniej wielkości do problemu podwyższonej inflacji, co oznacza, że jest ona wynikiem oddolnej inicjatywy, a jej przyjęcie następuje za sprawą jednostronnej decyzji danego kraju, bazującej w dużej mierze na pozytywnych doświadczeniach innych gospodarek. Strategia celu inflacyjnego cechuje się przy tym koncentracją na krajowych uwarunkowaniach i celach, nie wymaga uzgodnień ani deklaracji, dotyczących zwłaszcza kursu walutowego, korekty ewentualnych nierównowag zewnętrznych lub ograniczeń dla przepływów kapitałowych.

Tabela 5.2. Porównanie wybranych aspektów systemu z Bretton Woods i strategii celu inflacyjnego

Lp.	Aspekty systemu	Bretton Woods	Strategia celu inflacyjnego
1	trwałość reżimu	niska	wysoka
2	system kursu walutowego	sztywny	płynny
3	ukierunkowanie polityki pieniężnej	międzynarodowe (przynajmniej w części)	całkowicie krajowe
4	cel pośredni	kurs walutowy	brak lub prognoza inflacji
5	mobilność kapitału	kontrolowana	raczej nieograniczona
6	tolerancja nierównowagi na rachunku bieżącym	ograniczona	wysoka
7	kształt systemu	planowany	nieplanowany
8	współpraca międzynarodowa	konieczna	niewymagana
9	rola MFW*	w założeniu kluczowa	mała

Lp.	Aspekty systemu	Bretton Woods	Strategia celu inflacyjnego
10	rola złota	w założeniu kluczowa	zaniedbywana
11	rola Stanów Zjednoczonych jako kraju centralnego dla systemu	w praktyce kluczowa	mała
12	kluczowi uczestnicy	głównie duże kraje z półkuli północnej	kraje OECD lub kraje najmniej rozwinięte, często małe
13	banki centralne	zależne, niepodlegające kontroli demokratycznej	niezależne, podlegające kontroli demokratycznej
14	transparentność	niska	wysoka
15	zgodność z poglądami środowiska akademickiego	niska	wysoka

* MFW wspiera kraje w dążeniu do przyjęcia strategii celu inflacyjnego.

Źródło: Rose [2006, s. 24, tłum. własne].

Widoczne różnice dotyczą też zgodności obu reżimów z poglądami środowiska akademickiego, która była niska w przypadku systemu z Bretton Woods w przeciwieństwie do strategii celu inflacyjnego cieszącej się uznaniem akademików [Cesarano, 2006, s. 205]. W kontekście systemu z Bretton Woods Rose [2006, s. 11] przywołuje w szczególności wspomniany już dylemat Triffina wskazujący, że równoważenie popytu na rezerwy poprzez wzrost zasobów utrzymywanych w dolarze za granicą, przy utrzymaniu wymogu wymiany dolarów na złoto, czyniło system niestabilnym. Potwierdzają to również zarzuty formułowane przez Friedmana, opowiadającego się za systemem płynnych kursów walutowych i podporządkowaniem polityki pieniężnej regułom wymuszającym dyscyplinę monetarną [Friedman, 1953]. Warto przy tym ponownie odnotować, że strategia celu inflacyjnego była najpierw praktyczną próbą rozwiązania problemu podwyższonej inflacji, a dopiero później stała się przedmiotem pogłębionych badań identyfikujących jej kluczowe elementy i powody skuteczności.

Co ważne, kilka ze wskazywanych w literaturze mocnych stron strategii celu inflacyjnego – jak wymóg niezależności banków centralnych, poddanie ich kontroli demokratycznej oraz znacząca transparentność – również odróżnia ten reżim monetarny od systemu z Bretton Woods. Można upatrywać w nich przy tym źródeł wiarygodności strategii celu inflacyjnego, mimo że jest to strategia realizowana bez wykorzystania złota lub innego aktywa, na które pieniądz byłby wymienialny, a więc odnosząca się do pieniądza fiducjarnego.

Wszystkie te elementy mogły mieć znaczenie dla niskiej stabilności systemu z Bretton Woods i wysokiej trwałości strategii celu inflacyjnego. Ten pierwszy przetrwał bowiem ok. 25 lat – wliczając w to okres zarówno jego wdrażania, jak

i stopniowego demontażu[33]. Z kolei strategia celu inflacyjnego – po trzech dekadach rosnącej popularności – choć jest nieustannie analizowana pod kątem swoich przewag i ułomności, wciąż nie ma realnej konkurencji, jeżeli chodzi o bezwzględnie lepszy reżim monetarny[34]. Potwierdza to fakt, że nadal kilka krajów przygotowuje się do jej przyjęcia[35].

Wydaje się, że przewaga strategii celu inflacyjnego polega w dużej mierze na możliwości zachowania równowagi między polityką prowadzoną zgodnie z regułami a polityką pozwalającą na znaczącą dyskrecjonalność, co przekłada się na wspomnianą już „ograniczoną dyskrecjonalność" [Bernanke, Mishkin, 1997, s. 10]. Służy temu nacisk położony w ramach tej strategii na niezależność i przejrzystości działań władz monetarnych, a więc na czynniki instytucjonalne, dzięki czemu mimo dużej dozy elastyczności zachowana jest wiarygodność banku centralnego. W rezultacie może to złagodzić konflikt między dążeniem do osiągnięcia wysokiego zatrudnienia a stabilnością cen, prowadząc do osiągania lepszych wyników w obu wymiarach, tj. skutkując ograniczonymi wahaniami cyklicznymi bez poświęcania celu w postaci niskiej inflacji. Ten właśnie aspekt może być przyczyną nadal wysokiego poparcia dla strategii celu inflacyjnego.

5.7. Zakończenie

System z Bretton Woods zakładał wykorzystanie zalet standardu złota i usztywnienia kursów walutowych, przy jednoczesnym minimalizowaniu wad tych reżimów monetarnych poprzez możliwość późniejszego dostosowania parytetów. Powiązanie ze złotem i system sztywnych kursów walutowych miały być czynnikami dys-

33 Tj. w szczególności od rozpoczęcia podwójnego kwotowania cen złota w dolarze w 1968 r.

34 Badania empiryczne potwierdzają zasadniczo pozytywną ocenę strategii celu inflacyjnego [Niedźwiedzińska, 2022, s. 54–57, 65–66] w porównaniu z innymi strategiami stosowanymi przez banki centralne. Podobne wnioski płyną z analizy bardziej hipotetycznych alternatyw dla strategii celu inflacyjnego. W szczególności, w ramach zakończonego w 2021 r. przeglądu swojej strategii, Bank Kanady dokonał porównania strategii celu inflacyjnego z reżimami jak na razie teoretycznymi (jak strategia celu w postaci poziomu lub tempa wzrostu nominalnego PKB – *nominal-GDP-level targeting*, *nominal-GDP-growth targeting* – lub stabilizowania poziomu cen – *price-level targeting*) lub takimi, których stosowanie dopiero się rozpoczęło (jak strategia uśrednionego celu inflacyjnego wprowadzona przez Fed w 2020 r.). Wykorzystując symulacje z modeli makroekonomicznych, eksperymenty oraz konsultacje społeczne, oceniono te strategie pod kątem m.in. przydatności do zapewnienia stabilności cen, zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego, a także ich efektów dystrybucyjnych, odporności na wstrząsy i zrozumiałości dla otoczenia. Uznano, że żadna z rozważnych alternatyw nie jest bardziej odpowiednia niż strategia celu inflacyjnego w wersji elastycznej, choć niektóre z nich zostały ocenione jako zbliżone do tego rozwiązania pod pewnymi względami [Bank Kanady, 2021a, 2021b].

35 Przykładowo Egipt i Tunezja.

cyplinującymi politykę pieniężną, gwarantującymi także jej uniezależnienie od celów politycznych [Cesarano, 2006, s. 13]. Co istotne, okres powstawania systemu z Bretton Woods przypadł na czas rozwoju teorii ekonomicznych promujących raczej pasywną politykę monetarną, opartą na sztywnych regułach – tak aby wyeliminować dyskrecjonalność kojarzoną z niestabilnością, kryzysami i inflacją. W połowie lat 60. XX w. nastąpił jednak zwrot w stronę bardziej aktywnego wykorzystania polityki pieniężnej w imię zwiększania zatrudnienia z uwagi na, jak się wówczas wydawało, zagrożony wzrost gospodarczy [Cottarelli, Giannini, 1997, s. 4]. Ostatecznie konflikt między aspiracjami poszczególnych krajów i celami międzynarodowymi doprowadził do załamania się systemu z Bretton Woods i przyjęcia standardu waluty fiducjarnej.

Standard waluty fiducjarnej, a więc niepowiązanej ze złotem, opartej wyłącznie na zaufaniu do emitenta, pozwala na znaczną dyskrecjonalność. Z jednej strony oznacza to, że oferuje on dużą elastyczność w reagowaniu na różnego rodzaju szoki dotykające gospodarkę, z drugiej zaś jest kojarzony ze wspomnianymi już problemami niestabilności, podatnością na kryzysy i obciążeniem inflacyjnym. Rodzi się więc pytanie, jak rozwiązać problem dynamicznej niespójności w czasie, a więc przekonać społeczeństwo, że władze nie będą prowadzić polityki nakierowanej np. na przejściowe obniżanie bezrobocia kosztem wyższej inflacji. Sposobów na wzmocnienie wiarygodności jest kilka, a jeden z nich polega na stosowaniu strategii celu inflacyjnego, w tym spełnianiu związanych z nią wymogów instytucjonalnych.

W ramach strategii celu inflacyjnego banki centralne starają się wykorzystać wszystkie atuty waluty fiducjarnej, a zwłaszcza możliwość prowadzenia dość dyskrecjonalnej polityki pieniężnej, przy wzmocnieniu jej wiarygodności poprzez nacisk na utrzymanie stabilności cen jako alternatywy dla wiarygodności płynącej z wymienialności waluty na złoto [Cottarelli, Giannini, 1997, s. 24]. Działania te obejmują przede wszystkim podkreślanie antyinflacyjnego nastawienia władz monetarnych poprzez publiczne ogłaszanie celu inflacyjnego i uznanie stabilności cen za nadrzędne zadanie banku centralnego. Bardzo ważny jest też w tej strategii wymóg wzmocnienia instytucji, a więc zagwarantowanie daleko idącej niezależności bankowi centralnemu, poddanie go kontroli demokratycznej i zwiększenie przejrzystości jego działań – jako elementów wspierających wiarygodność.

Podsumowując, zarówno w ramach systemu z Bretton Woods, jak i w przypadku strategii celu inflacyjnego kluczowym elementem decydującym o skuteczności polityki pieniężnej jako narzędzia stabilizacji gospodarki była i jest wiarygodność. O ile system z Bretton Woods źródła tej wiarygodności upatrywał jednak w utrzymaniu standardu wymienialności na złoto i ustaleniu sztywnych reguł,

o tyle strategia celu inflacyjnego bazuje na antyinflacyjnej retoryce i znaczącym wzmocnieniu roli instytucji, przez co dyskrecjonalność będąca słabością, którą chciano początkowo wyeliminować, stała się atutem otwarcie wykorzystywanym przez władze monetarne.

Bibliografia

Bank Kanady (2021a). *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Monetary Policy Framework*, https://www.bankofcanada.ca/2021/12/joint-statement-of-the-government-of-canada-and-the-bank-of-canada-on-the-renewal-of-the-monetary-policy-framework/ (dostęp: 5.01.2022).

Bank Kanady (2021b). *Monetary Policy Framework Renewal*, https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2021/12/Monetary-Policy-Framework-Renewal-December-2021.pdf (dostęp: 5.01.2022).

Barro, R.J., Gordon, D.B. (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, *The Journal of Political Economy*, 91, s. 589–610.

Bernanke, B.S. (2003). *'Constrained Discretion' and Monetary Policy* (*Remarks Before the Money Marketeers of New York University)*. New York: The Federal Reserve Board.

Bernanke, B.S., Mishkin, F.S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, *NBER Working Paper*, 5893.

Bordo, M.D. (1993). The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview. W: *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (s. 3–108), M.D. Bordo, B. Eichengreen (Eds.). Chicago–London: University of Chicago Press.

Bordo, M.D. (2008). History of Monetary Policy. W: *The New Palgrave Dictionary of Economics* (s. 715–721), S.N. Durlauf, L.E. Blume (Eds.), 2 ed., vol. 5. London: Palgrave Macmillan.

Bordo, M.D., Eichengreen, B. (2008). Bretton Woods and the Great Inflation, *NBER Working Paper*, 14532.

Cesarano, F. (2006). *Monetary Theory and Bretton Woods: The Construction of an International Monetary Order*. Cambridge: Cambridge University Press.

Ciżkowicz-Pękała, M., Grostal, W., Niedźwiedzińska, J., Skrzeszewska-Paczek E., Stawasz-Grabowska, E., Wesołowski, G., Żuk, P. (2019). Three Decades of Inflation Targeting, *NBP Working Paper*, 314, https://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/314_en.pdf (dostęp: 5.01.2022).

Clarida, R. (2020). *A Federal Reserve's New Monetary Policy Framework: A Robust Revolution*. New York: Federal Reserve Board

Cobham, D. (2019). A Comprehensive Classification of Monetary Policy Frameworks in Advanced and Emerging Economies, *Oxford Economic Papers*, 73(1), s. 2–26.

Cottarelli, C., Giannini, C. (1997). Credibility without Rules? Monetary Frameworks in the Post-Bretton Woods Era, *IMF Occasional Paper*, 154.

EBC (2021a). *The ECB's Monetary Policy Strategy Statement*, https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html (dostęp: 5.01.2022).

EBC (2021b). *Press Conference, Opening Remarks*, https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.sp210708~ab68c3bd9d.en.html (dostęp: 5.01.2022).

EBC (2021c). *An Overview of the ECB's Monetary Policy Strategy*, https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_overview.en.html (dostęp: 5.01.2022).

Eichengreen, B. (1995). *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919–1939*. Oxford: Oxford University Press.

Eichengreen, B. (2004). Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods, *NBER Working Paper*, 10497.

Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford: Oxford University Press.

Fed (2020). *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm (dostęp: 5.01.2022).

Friedman, M. (1953). The Case for Flexible Exchange Rates. W: *Essays in Positive Economics* (s. 157–203), M. Friedman (Ed.). Chicago: University of Chicago Press.

Friedman, M. (1956). The Quantity Theory of Money: A Restatement. W: *Studies in the Quantity Theory of Money* (s. 51–68), M. Friedman (Ed.). Chicago: University of Chicago Press.

Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy, *The American Economic Review*, 58, s. 1–17.

Fry, M., Julius, D., Mahadeva, L., Roger, S., Sterne, G. (2000). Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework. W: *Monetary Policy Frameworks in a Global Context* (s. 1–216), L. Mahadeva, G. Sterne (Eds.). London: Routledge Press.

Grostal, W., Jabłecki, J., Beniak, P., Ciżkowicz-Pękała, M., Skrzeszewska-Paczek, E., Wesołowski, G., Żuk, P. (2016). *Alternatywne strategie polityki pieniężnej*. Warszawa: NBP.

IMF AREAER (2021). *Database*, https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/Home.aspx (dostęp: 15.12.2021).

King, M.A. (1997). Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice, *Journal of Monetary Economics*, 39, s. 81–97.

Kokoszczyński, R. (2004). *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*. Warszawa: PWE.

Kydland, F., Prescott, E. (1977). Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85, s. 473–491.

Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. (2005). Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words, *European Economic Review*, 49(6), s. 1603–1635.

Lutkowski, K. (1998). *Międzynarodowy system walutowy*. Warszawa: Poltext.

MFW (2021a). *List of Members – Chronological List (190 Member Countries)*, https://www.imf.org/external/np/sec/memdir/memdate.htm (dostęp: 18.11.2021).

MFW (2021b). *Word Economic Outlook: Recovery during a Pandemic*, October 2021.

MFW (2021/2022). *The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/YearlyReports.aspx (dostęp: 18.11.2021, 5.01.2022, 12.04.2022).

Mishkin, F.S. (1999). International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, *NBER Working Paper*, 6965.
Mishkin, F.S. (2006). Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here, *NBER Working Paper*, 12515.
Niedźwiedzińska, J. (2021). *Ewolucja strategii polityki pieniężnej EBC*, https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/ewolucja-strategii-polityki-pienieznej-ebc/ (dostęp: 5.01.2022).
Niedźwiedzińska, J. (2022). *Inflation Targeting and Central Banks: Institutional Set-Ups and Monetary Policy Effectiveness*. London: Routledge.
Phelps, E.S. (1967). Phillips Curve, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time, *Economica*, 34(135), s. 254–281.
Phillips, A.W. (1958). The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957, *Economica*, 25(100), s. 283–299.
Reinhart, C., Rogoff, K. (2004). The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, *Quarterly Journal of Economics*, 1, s. 1–48.
Rose, A.K. (2006). A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting in Bretton Woods, Reversed, *NBER Working Paper*, 12711.
Samuelson, P.A., Solow, R.M. (1960). Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy, *American Economic Review*, 50, s. 177–194.
Svensson, L.E.O. (2009). *Flexible Inflation Targeting. Lessons from the Financial Crisis*, przemówienie na seminarium "Towards a New Framework for Monetary Policy? Lessons from the Crisis". Amsterdam: Netherlands Bank.
The Economist (2000). *Skidelsky on Keynes: Ideas and the World*, November, s. 109–112.
UE (2021). *Schuman Declaration May 1950*, https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/history-eu/1945–59/schuman-declaration-may-1950_en (dostęp: 19.11.2021).

Aneks

Tabela 5.3. Kraje uwzględnione w przeglądzie wybranych reżimów monetarnych stosowanych w latach 1970–2019

Podział na gospodarki o różnym poziomie rozwoju*			
Kraje wysoko rozwinięte	Kraje rozwijające się		
Australia	Arabia Saudyjska	Gwinea	Oman
Austria (EA)	Argentyna	Gwinea Równikowa (CAMU)	Pakistan
Belgia (EA)	Bahamy	Honduras	Panama
Dania	Bahrajn	Indie	Paragwaj
Finlandia (EA)	Barbados (ECCU)	Indonezja	Peru

Podział na gospodarki o różnym poziomie rozwoju*			
Kraje wysoko rozwinięte	Kraje rozwijające się		
Francja (EA)	Benin (WAEMU)	Jamajka	Polska**
Grecja (EA)	Bhutan	Jordania	RPA
Hiszpania (EA)	Boliwia	Kamerun (CAMU)	Republika Środkowoafrykańska (CAMU)
Holandia (EA)	Botswana	Kenia	Rosja**
Irlandia (EA)	Brazylia	Kiribati	Rumunia**
Islandia	Bułgaria**	Kolumbia	Samoa
Izrael	Burkina Faso (WAEMU)	Demokratyczna Republika Konga (CAMU)	Senegal (WAEMU)
Japonia	Chile	Kostaryka	Słowacja** (EA)
Kanada	Chiny**	Lesoto	Słowenia** (EA)
Korea	Chorwacja**	Liban	Sri Lanka
Niemcy (EA)	Cypr (EA)	Litwa** (EA)	Suazi (dawn. Eswatini)
Norwegia	Czad (CAMU)	Łotwa** (EA)	Tajlandia
Nowa Zelandia	Czechy**	Malawi	Togo (WAEMU)
Portugalia (EA)	Republika Dominikany	Malediwy	Trinidad i Tobago
Singapur	Egipt	Malezja	Tunezja
Stany Zjednoczone	Ekwador	Mali (WAEMU)	Turcja
Szwajcaria	Estonia** (EA)	Malta (EA)	Uganda
Szwecja	Fidżi	Maroko	Urugwaj
Wielka Brytania	Filipiny	Mauritius	Wenezuela
Włochy (EA)	Gabon (CAMU)	Meksyk	Węgry**
	Gambia	Nepal	Wybrzeże Kości Słoniowej (WAEMU)
	Ghana	Niger (WAEMU)	Zair (obecnie Demokratyczna Republika Konga)
	Gwatemala	Nigeria	Zambia

* Zgodnie z podziałem zastosowanym przez MFW [2000]. ** Kraje posocjalistyczne.

Uwagi: CAMU – Unia Walutowa Afryki Środkowej, EA – strefa euro, ECCU – Unia Walutowa Wschodnich Karaibów (wcześniej ECCA), WAEMU – Unia Gospodarcza i Walutowa Afryki Zachodniej (wcześniej WAMU).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

EVOLUTION OF THE INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM AND ITS IMPLICATIONS FOR CREDIBILITY AND DISCRETION OF MONETARY REGIMES: FROM THE BRETTON WOODS SYSTEM TO INFLATION TARGETING

Abstract

The choice of a monetary policy strategy depends on many factors. The Bretton Woods System is an example of an internationally negotiated regime. Changes that took place after its collapse resulted in significant shifts in preferences regarding the choice of monetary regimes. And precisely this choice – currently made at the level of individual economies – translates into the landscape of the international monetary system.

Thus, it is worth analysing the importance of various monetary policy strategies over the past decades. In order to do that, using several sources of information, a database was constructed on the type of the applied monetary regime in approx. 110 countries in the period of 1970–2019. On that basis, trends in the relative popularity of various strategies were analysed (approx. 10 types of regimes were distinguished).

The conducted analysis shows that after the collapse of the Bretton Woods System, central banks used various strategies, but over time inflation targeting became the dominant monetary regime – especially among larger countries. Therefore, the aim of this paper is also to compare the main elements of the Bretton Woods System with that of inflation targeting. In particular, it is worth considering the distinct origins of the two regimes, which translates into differences in their structure and functioning. Moreover, one of the fundamental dissimilarities between the two regimes is the approach to credibility and discretion of monetary policy.

Credibility is key for monetary policy effectiveness. In the Bretton Woods System, the gold exchange standard and rigid rules were the source of credibility, whereas in inflation targeting it is the anti-inflationary rhetoric and significant strengthening of institutions, which translates into a more flexible approach to rules in this framework. As a result, discretion that was regarded as a weakness that needs to be eliminated has become an asset that monetary authorities want to use openly.

Keywords: discretion, nominal anchors, inflation targeting, monetary policy strategies, Bretton Woods System, credibility

JEL Classification: E42, E52, E58

Rozdział 6

KONSEKWENCJE EKONOMICZNE ZAWIESZENIA WYMIENIALNOŚCI DOLARA NA ZŁOTO: POLITYKA PIENIĘŻNA WCIĄŻ MIĘDZY REGUŁAMI A DYSKRECJONALNOŚCIĄ

Ryszard Kokoszczyński

Abstrakt

Ekonomiczne następstwa zawieszenia wymienialności dolara na złoto są analizowane w tekście przede wszystkim z punktu widzenia możliwych reguł prowadzenia polityki pieniężnej, a w szczególności konieczności – lub jej braku – występowania w polityce pieniężnej kotwicy nominalnej. W opracowaniu zostanie pokazana potencjalna rola wymienialności (kruszcowej) pieniądza i sztywnego kursu walutowego jako możliwych do zastosowania rozwiązań z tego zakresu. Przedstawione zostaną także przykłady prowadzenia polityki pieniężnej pozbawionej kotwicy nominalnej w świecie zdominowanym przez te reguły. W toku rozważań zaprezentowane zostaną również dwa ostatnie etapy ewolucji ram polityki pieniężnej: strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, jako przykład reżimu uwzględniającego kotwicę nominalną przy jednoczesnym łączeniu reguł z dyskrecjonalnością, oraz luzowanie ilościowe, w przypadku którego również można mówić o łączeniu reguł z dyskrecjonalnością (choć ze znaczną przewagą tej ostatniej), ale bez jasno określonej kotwicy nominalnej.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, reguły a dyskrecjonalność, system kursowy

Kody JEL: E42, E52, E58, F33, F42

6.1. Wprowadzenie

Dwa kluczowe z punktu widzenia tych rozważań elementy składowe systemu z Bretton Woods to wymienialność dolara amerykańskiego na złoto po stałym kursie i sztywne kursy walutowe przyjęte przez pozostałych uczestników systemu. Działanie obu tych rozwiązań zostało formalnie zawieszone w początkach lat 70. – najpierw prezydent Richard Nixon ogłosił w sierpniu 1971 r. zawieszenie wymienialności dolara na złoto, a w marcu 1973 r. większość najbardziej rozwiniętych krajów – dotychczasowych uczestników systemu – zaakceptowała płynny charakter kursów swoich walut[1]. Konsekwencje tego stanu rzeczy dla światowej gospodarki były bardzo różnorodne, a niektóre z nich odczuwamy w pewnej formie i dzisiaj. Dwa następstwa upadku systemu z Bretton Woods, jakie są w mojej opinii najważniejsze i najtrwalsze, to zasadnicza zmiana roli sztywnych reguł w stosowanych w praktyce przez większość krajów strategiach polityki pieniężnej oraz znacznie ułatwione przez brak konieczności utrzymywania sztywnych kursów walutowych odchodzenie od restrykcyjnych regulacji transgranicznych przepływów kapitałowych, prowadzące do ogromnego wzrostu wielkości i znaczenia światowych rynków finansowych.

Zgodnie z tytułem tego tekstu w toku rozważań skupiam się głównie na pierwszym z tych zjawisk i próbuję w szczególności pokazać, jak w ewoluujących strategiach polityki pieniężnej zmieniała się wzajemna rola reguł i dyskrecjonalności. Wywód ten rozpoczyna się od krótkiego przypomnienia kilku historycznych przykładów odchodzenia od wymienialności w systemie waluty złotej bądź upłynniania kursu w trakcie funkcjonowania systemu z Bretton Woods. Rozważając przykłady czasowych, ale względnie długotrwałych okresów takich odejść od powszechnie obowiązujących reguł, pokazuję, jak dużą rolę w stabilnym funkcjonowaniu poszczególnych gospodarek bez formalnie obowiązującej kotwicy nominalnej dla polityki pieniężnej odgrywały reputacja i zaufanie do władz monetarnych. Omawiam następnie pokrótce ewolucję strategii polityki pieniężnej, w której wyraźnie pobrzmiewa chęć zachowania kotwicy nominalnej w polityce pieniężnej, a więc oparcia jej na regule (regułach). W bardzo wielu przypadkach próby takie, polega-

[1] Wprawdzie Porozumienie Smithsoniańskie (grudzień 1971) doprowadziło do przyjęcia względnie uzgodnionych zmian parytetów kursowych najważniejszych walut, ale nie zapewniło to trwałej stabilności tych kursów; w 1971 i 1972 r. kolejne kraje zaczęły odchodzić od systemu kursów sztywnych, a od marca 1973 r. można już było mówić o całkowitym zaprzestaniu jego funkcjonowania i dość powszechnej akceptacji płynnych kursów walutowych [por. np. Bordo, 2018]. W literaturze spotyka się jednak poglądy datujące koniec systemu kursów sztywnych na jeszcze późniejszy okres, np. na 1976 r., co związane jest z formalną akceptacją stosowania innych niż kurs sztywny reżimów kursowych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w odniesieniu do jego członków.

jące bądź to na kontroli podaży pieniądza, bądź też na kontroli kursu walutowego, nie prowadziły jednak do efektywnej i w miarę długotrwałej kontroli inflacji. Dopiero pojawienie się strategii bezpośredniego celu inflacyjnego doprowadziło w krajach ją stosujących do systematycznego spadku inflacji lub do utrzymywania jej stabilnego i względnie niskiego poziomu.

Tekst kończy się omówieniem zmian, głównie z zakresu instrumentarium polityki pieniężnej, jakie pojawiły się w praktyce banków centralnych w odpowiedzi na globalny kryzys finansowy, i przedstawieniem dyskusji na temat tego, czy zmiany te wskazują na odejście od strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, czy też stanowią tylko jej modyfikację.

6.2. Historyczne doświadczenia z czasowym zawieszaniem wymienialności pieniądza papierowego i odchodzeniem od kursów stałych

Wybrane przypadki zawieszania wymienialności

Zawieszenie wymienialności dolara na złoto zapowiedziane w słynnym wystąpieniu prezydenta Nixona z 15 sierpnia 1971 r. miało zgodnie z jego deklaracją posłużyć „obronie dolara przed międzynarodowymi spekulantami walutowymi”[2]. Choć prezydent mówił o czasowym zawieszeniu wymienialności, to zapowiadał jednocześnie – w porozumieniu z MFW i partnerami handlowymi USA – nacisk na podjęcie reform koniecznych z perspektywy stworzenia pilnie potrzebnego nowego międzynarodowego systemu walutowego. System taki, jeśli termin „system” traktować dosłownie, zdaniem niektórych nigdy wprawdzie nie powstał bądź też – jeśli powstał – jest systemem o zasadniczo odmiennej konstrukcji [por. Ocampo, 2016, 2017]. Historia pokazuje jednak, że następstwem zawieszenia wymienialności pieniądza papierowego na złoto nie muszą być zmiany o znaczeniu systemowym, choć przyczyną zawieszenia wymienialności były zazwyczaj dramatyczne wydarzenia. Newby [2012] zauważa, że przed II wojną światową 21 krajów rezygnowało z wymienialności w 38 przypadkach i prawie zawsze zawieszenie związane było z wojną lub rewolucją. Liczne było też grono krajów, które zawiesiły wymienialność w czasie I wojny światowej. Wcześniej jeszcze zdecydowały się na to: Francja – w czasie rewolucji francuskiej, Anglia – w epoce wojen napoleońskich, i Stany Zjednoczone – w okresie wojny secesyjnej. Również Fregert

[2] Oficjalne źródło: Nixon [1971].

i Jonung [1996] pokazują, że właściwie wszystkie – a było ich pięć – przypadki czasowego zawieszenia wymienialności w Szwecji w latach 1668–1931 związane były z wojnami; wyjątek stanowił tylko 1931 r., kiedy to do przyjęcia takiego rozwiązania przyczyniła się panika związana z wydarzeniami składającymi się na wielki kryzys. To zawieszenie okazało się jednak trwałym odejściem od wymienialności.

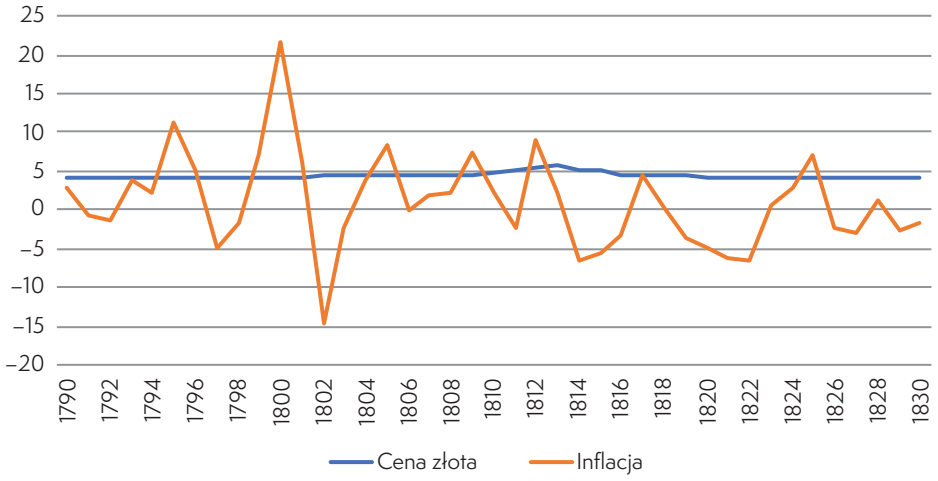
Mimo tak poważnych przyczyn zawieszania wymienialności Newby [2012] wskazuje, że w 24 na 38 przypadków czasowe zawieszenie wymienialności można oceniać pozytywnie, gdyż dokładnie tyle razy niewymienialny papierowy pieniądz pozostawał w obiegu, a powrót do wymienialności nie wymagał dewaluacji. We współczesnej literaturze najbardziej szczegółowo, jak się wydaje, rozważany jest przypadek angielski. Opis wydarzeń rozgrywających się w latach 1797–1821, kiedy to wymienialność banknotów Banku Anglii na kruszec była zawieszona[3], a także kształtowanie się najważniejszych zmiennych ekonomicznych (por. rysunek 6.1) pokazują wyraźnie, że zawieszenie wymienialności nie przyniosło zasadniczo zbyt poważnych negatywnych skutków. Dość powszechne są opinie, że główną rolę w utrzymaniu zaufania do banknotów w funkcji pieniądza odegrały reputacja i zaufanie, jakimi cieszył się Bank Anglii, mający już wtedy za sobą ponad 100 lat istnienia [por. Kokoszczyński 2004, rozdz. 2 i przytaczana tam literatura; O'Brien, Palma, 2020]. Do podobnych wniosków, choć uzyskanych na gruncie względnie wyrafinowanej analizy modelowej o znacznie większym zasięgu, gdyż obejmującej wspomniane już wyżej 38 przypadków zawieszenia wymienialności przez 21 krajów, dochodzi także Newby [2012]. Jej zdaniem zawieszenie wymienialności mogło nie być zagrożeniem dla całego systemu waluty złotej, jeśli plany powrotu do wymienialności były wiarygodne. Cytowani więc wyżej autorzy zgadzają się, że system waluty złotej mógł odgrywać rolę reguły dla polityki pieniężnej, ale była to reguła warunkowa, funkcjonująca bez ograniczeń w czasach, w których nie występowały poważne zagrożenia dla istnienia państwa. W przypadku pojawienia się takich zagrożeń reguła ulegała – najczęściej w dyskrecjonalny sposób – zawieszeniu, ale wiarygodność rządu i banku centralnego zapewniały dalsze sprawne działanie systemu pieniężnego. Możemy tu więc mówić po raz pierwszy o pewnym połączeniu reguł i dyskrecjonalności w funkcjonowaniu polityki pieniężnej.

Podsumowując więc ten wątek rozważań, można zauważyć, iż jeśli zgadzamy się z tym, że polityka pieniężna potrzebuje kotwicy nominalnej i systemu reguł, to wymienialność pieniądza na kruszec może spełniać taką rolę. Ścisłe trzymanie się zasad takiego systemu może mieć jednak negatywne skutki, przede wszystkim

[3] Formalnie decyzja o zakończeniu zawieszenia została podjęta w momencie uchwalenia tzw. pierwszej ustawy Peela, tj. w 1819 r., ale jej pełne wejście w życie nastąpiło w 1821 r.

ze względu na znaczny wzrost potrzeb płynnościowych w obliczu wojen i kryzysów. Dlatego też możliwość odchodzenia od reguł wymienialności, nawet jeśli do pewnego stopnia decyzje te podejmowane były w sposób dyskrecjonalny[4], była pożytecznym uzupełnieniem takich systemów pieniężnych i przy odpowiedniej wiarygodności władz monetarnych i fiskalnych nie podważała podstaw funkcjonowania systemów opartych na wymienialności pieniądza papierowego na kruszec.

Rysunek 6.1. Ceny złota i inflacja w Anglii w końcu XVIII i na początku XIX w.



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Officer, Williamson [2021] oraz Clark [2021].

Odchodzenie od sztywnego kursu walutowego w systemie z Bretton Woods

Interesującym przypadkiem funkcjonowania w systemie z Bretton Woods była Kanada, której waluta stanowiła część systemu kursów sztywnych do 1950 r. oraz między 1962 a 1970 r.[5]. Kanada upłynniła kurs swojej waluty we wrześniu 1950 r., traktując tę decyzję jako przejściową, uwarunkowaną bieżącą sytuacją makroekonomiczną. Bezpośrednim jej powodem był, jak się wydaje, relatywnie silny napływ kapitału w 1949 r. i w początkach 1950 r. Jego podstawową przyczyną pozostawał rosnący popyt na kanadyjski eksport, szczególnie surowcowy, napędzany w głównej mierze przez zbliżającą się wojnę w Korei. Wzrost rezerw dewizowych prowadził

4 Jak wskazują Fregert i Jonung [1996], nawet niezgodny z prawem sposób, w jaki zawieszano wymienialność w kilku przypadkach w Szwecji, nie musiał nieść za sobą silnie negatywnych skutków.

5 Bardziej szczegółową analizę tego przypadku z makroekonomicznego punktu widzenia zaprezentowali Bordo, Dib i Schembri [2010] oraz Siklos [2009], a z perspektywy ekonomii politycznej – Helleiner [2005].

w tych warunkach do wzrostu podaży pieniądza i ewentualnej inflacji. Zmiana parytetu, jak pokazały doświadczenia II połowy lat 40., nie zawsze wystarczała dla osłabienia napływu kapitału. Stąd władze kanadyjskie uznały, iż lepszym rozwiązaniem będzie upłynnienie kursu, traktowane jako decyzja o charakterze przejściowym – jeszcze jesienią 1952 r. kanadyjski minister finansów mówił, że w przyszłości możliwe jest pojawienie się warunków umożliwiających powrót do kursu sztywnego.

Skutki odejścia od kursu sztywnego w latach 1950–1962 przedstawiały się różnie w poszczególnych okresach. W pierwszych latach, szczególnie między 1951 a 1957 r., zarówno poziom nominalnego kursu walutowego, jak i jego zmienność były małe i porównywalne z wielkościami notowanymi w okresie kursu sztywnego. Jak twierdzi jednak Siklos [2009], istotny wpływ miały na to częste interwencje Banku Kanady, choć był to zdaniem tego autora okres kursu płynnego, acz kierowanego. W drugim okresie, tj. w latach 1958–1962, sytuacja wyglądała inaczej, co często przypisywane jest błędom w ówczesnej polityce pieniężnej oraz nieodpowiedniej kombinacji stopni restrykcyjności polityki pieniężnej i fiskalnej. Warto tu jednak przywołać wyniki symulacji modelowych przedstawionych przez Bordo, Diba i Schembriego [2010] – sugerują one, iż utrzymywanie w całym okresie 1950–1962 polityki makroekonomicznej analogicznej do tej z lat 1950–1957 dałoby większe wahania kursu walutowego i inflacji, ale zmniejszyłoby zmienność produkcji i stóp procentowych. Jeszcze bardziej interesujące wydają się wyniki symulacji zakładającej obowiązywanie w całym badanym okresie kursu sztywnego: w tym przypadku zmienność i produkcji, i inflacji byłaby jeszcze większa niż faktycznie odnotowana [por. Bordo i in., 2010, s. 55 i nast.]. Jak piszą więc Bordo i in. [2010], w literaturze akceptowane jest dość powszechnie przekonanie, że kanadyjskie doświadczenia z kursem płynnym pokazują, iż przyczyniał się on w istotnym stopniu do lepszego dostosowywania się gospodarki kanadyjskiej do rozmaitych szoków.

Kanada w 1962 r. wróciła do systemu kursów sztywnych i utrzymywała taki reżim kursowy do 1970 r., kiedy to kurs dolara kanadyjskiego znowu został upłynniony, co tłumaczono przede wszystkim chęcią uniknięcia importowania rosnącej inflacji ze Stanów Zjednoczonych. Kanada nie brała również udziału w próbach powrotu do systemu kursów sztywnych z innymi wartościami kursów parytetowych, jakie podejmowane były w 1971 i 1972 r. Wahania kursu po 1970 r. były większe niż w czasie poprzedniego okresu kursu płynnego, ale w relacji do wahań kursów innych walut, które upłynnione zostały dopiero w latach 1971–1973, wahania te były raczej mniejsze [por. Bordo, 1993]. Sądzi się więc, że te kanadyjskie doświadczenia potwierdzają możliwość stabilnego funkcjonowania gospodar-

ki w reżimie kursu płynnego, jeśli tylko polityka pieniężna państwa prowadzona jest w odpowiedzialny sposób [por. np. Bordo i in., 2010]. Możemy więc znowu mówić o możliwości prowadzenia odpowiedniej względem realizacji celów stabilizacyjnych polityki pieniężnej bez kotwicy nominalnej, tym razem w postaci sztywnego kursu walutowego.

6.3. Poszukiwanie kotwicy nominalnej po zawieszeniu wymienialności dolara na złoto

Decyzja prezydenta Nixona zawieszająca wymienialność dolara na złoto nie była pierwszą oznaką trudności, jakie napotykało funkcjonowanie systemu z Bretton Woods. Sygnały takie pojawiały się już w latach 60., zarówno w formie problemów związanych z utrzymaniem stabilności gospodarczej w poszczególnych krajach (kryzysy w Wielkiej Brytanii w 1961 r. i w latach 1964–1968, załamanie się *gold pool* w 1968 r., zaostrzenie przez Stany Zjednoczone regulacji nakierowanych na ograniczenie przepływów kapitałowych w 1963 i w 1965 r.), jak i w wypowiedziach akademickich ekonomistów (tu przykładem choćby słynny dylemat Triffina czy manifest 32 ekonomistów tworzących Bellagio Group)[6]. Dopiero jednak podejmowane po decyzji o zawieszeniu wymienialności dolara na złoto próby ustabilizowania wielostronnego systemu kursów walutowych z lat 1971–1973 pokazały prawdziwą skalę problemu. Próby te zakończyły się niepowodzeniem i dość powszechnie uznaje się, że od marca 1973 r. większość krajów rozwiniętych pogodziła się z potrzebą lub koniecznością upłynnienia kursów swoich walut[7], choć początkowo myślano, iż jest to tylko rozwiązanie przejściowe. Dlatego też w literaturze spotyka się pogląd, że prawdziwym końcem systemu z Bretton Woods była osiągnięta w 1976 r. zgoda na takie zmiany w statucie MFW, które dopuszczały możliwość stosowania przez kraje członkowskie również reżimu kursu płynnego.

Eichengreen [2021] zwraca uwagę na jedno z najciekawszych, przynajmniej w kontekście głównego tematu tego opracowania, następstw upadku systemu z Bretton Woods, jakim była towarzysząca większej zmienności nominalnych kursów walutowych, również większa, zmienność ich kursów realnych[8]. Potwierdzało to w sposób dobitny nie tylko efektywność polityki pieniężnej jako narzędzia sta-

6 Bardziej szczegółowo omawiają to Bordo [1993] i Ocampo [2016, 2017].

7 Wyjątkiem były niektóre kraje Europy Zachodniej, które ze względu na łączące je wzajemnie silne powiązania gospodarcze podejmowały różne próby („wąż w tunelu", Europejski System Walutowy itp.) stabilizowania swoich kursów walutowych.

8 Zjawisko to, nazywane niekiedy w literaturze zagadką Mussy, nie było zaskakujące dla zwolenników ekonomii keynesistowskiej, która zakłada lepkość cen; dla ekonomistów neoklasycznych,

bilizacji gospodarki, ale również możliwość wystąpienia poważnych negatywnych skutków błędnego jej prowadzenia. Wskazywało to więc, zdaniem Eichengreena, bardzo wyraźnie na potrzebę znalezienia innej kotwicy nominalnej w miejsce wielostronnego systemu kursów sztywnych.

Rozpoczął się więc okres poszukiwania kotwicy nominalnej, ale w odmiennych warunkach, gdyż po upadku systemu z Bretton Woods możemy mówić także o (re)nacjonalizacji polityki pieniężnej. Nowym ważnym uwarunkowaniem wyboru strategii polityki pieniężnej stają się także coraz większe międzynarodowe przepływy kapitału, które w istotny sposób ograniczają autonomię krajowej polityki pieniężnej. Poszukiwaniom nowej kotwicy nominalnej i ich rezultatom, omawianym i analizowanym często w ramach dyskusji o wyborze i ewolucji strategii polityki pieniężnej, poświęcona jest obszerna literatura przedmiotu [por. Kokoszczyński, 2004, rozdz. 2; Caldentey, Vernengo, 2019; Samarina, Akoporitis, 2020; Cobham, 2021; De Lipsis, 2021; Niedźwiedzińska, 2022; Unsal, Papageorgiou, Garbers, 2022 – przywoływana tam literatura][9], stąd temat ten będzie tutaj potraktowany w sposób dość skrótowy. Rozpad systemu z Bretton Woods i stosunkowo powszechna akceptacja płynnych kursów walutowych na początku lat 70. skłoniły większość krajów rozwiniętych do zastosowania kotwicy nominalnej innej natury niż sztywny kurs walutowy. Jednocześnie szoki surowcowe z lat 70. bardzo utrudniały sformułowanie takich reguł dla polityki pieniężnej, które dawałyby dobre rezultaty w stabilizowaniu gospodarki. Niemcy okazały się w miarę wyjątkowym przykładem kraju, który dość szybko zdecydował się na zastąpienie reguł narzucanych przez system z Bretton Woods regułą opartą na kontroli podaży pieniądza. Dwie hiperinflacje, jakich Niemcy doświadczyły w XX w., spowodowały, iż konieczność nadawania i utrzymywania antyinflacyjnego charakteru polityce pieniężnej nie budziła specjalnych wątpliwości. Dlatego już w 1974 r., kiedy to jeszcze trwały prace różnych ciał powołanych przez G10 i MFW nad znalezieniem sposobu uporządkowania międzynarodowego systemu walutowego, niemiecki bank centralny ogłosił po raz pierwszy publicznie cel swojej polityki w postaci ilościowo określonego wzrostu podaży pieniądza. Strategia oparta na kontroli podaży pieniądza realizowana była, mimo pewnych drobnych zmian, przez Bundesbank praktycznie do końca okresu jego samodzielności (tzn. do momentu powstania wspólnej waluty europejskiej).

postulujących neutralność pieniądza, wpływ zmian w nominalnym reżimie walutowym na zmienne realne stanowił jednak niespodziankę.

9 Omawiając tutaj ewolucję i najważniejsze typy strategii polityki pieniężnej, pomijam pewne ich szczegółowe charakterystyki [por. Cobham, 2021; Unsal, Papageorgiou, Garbers, 2022], które nie są istotne z perspektywy interesującego nas tutaj problemu. Nie odnoszę się również do często występującego w krajach mniej rozwiniętych nakładania na banki centralne celów związanych ze wzrostem i/lub bezrobociem [por. np. De Lipsis, 2021].

Ciekawa jest ocena realizacji tej strategii z perspektywy dyskusji o wadach i zaletach prowadzenia polityki opartej na regułach wobec polityki dyskrecjonalnej. Jak przypomina bowiem Mishkin [2018], dwa podstawowe argumenty przemawiające za stosowaniem reguł to stosunkowo częste przypadki popełniania błędów przez władze monetarne i problem dynamicznej niespójności polityki pieniężnej w czasie. Z kolei najczęściej podnoszone argumenty na rzecz dyskrecjonalności polityki mają zwykle postać krytyki wymierzonej w podporządkowywanie polityki pieniężnej regule/regułom. Rozwiązanie to wymaga bowiem dysponowania dobrze odzwierciedlającym rzeczywistość modelem gospodarki, zakłada stabilność podstawowych cech strukturalnych tej gospodarki, wymaga przewidzenia wszystkich możliwych sytuacji, w jakich gospodarka może się znaleźć, oraz uniemożliwia posługiwanie się osądem. Mishkin zauważa ponadto, że politycy pieniężni nie są też z natury rzeczy mniej godni zaufania niż system reguł.

Bundesbank, realizując swoją strategię opartą na kontroli podaży pieniądza, a więc na pewnej regule, traktował jednak ilościowe cele monetarne przede wszystkim jako narzędzie komunikacji z otoczeniem, zapewniające przejrzystość polityki pieniężnej i mające kształtować oczekiwania inflacyjne. Co więcej, choć cele ilościowe stosunkowo często, bo w prawie połowie przypadków, nie były realizowane, to wiarygodność niemieckiego banku centralnego była wysoka, gdyż średnia inflacja w Niemczech w okresie realizowania tej strategii była jedną z najniższych w krajach rozwiniętych.

Mamy więc do czynienia z przypadkiem, kiedy to realizacja strategii polityki pieniężnej oparta na regule, jaką była kontrola podaży pieniądza, wydawała się skutecznym rozwiązaniem, choć przyczyną tego stanu rzeczy była nie tyle formalna realizacja samej reguły, gdyż cele ilościowe co do podaży pieniądza nie zawsze były realizowane, ile raczej dobra komunikacja z otoczeniem i utrzymywanie stosunkowo niskiej inflacji. Tak więc również w przypadku Niemiec można, jak się wydaje, mówić o łączeniu reguł z pewną dozą dyskrecjonalności.

Niemcy nie były zresztą jedynym krajem rozwiniętym, który realizował strategię kontroli podaży pieniądza. Na przełomie lat 70. i 80., kiedy podejście to było najbardziej popularne, stosowała je większość krajów rozwiniętych[10]. Rzadko jednak ich doświadczenia i wnioski płynące z jej stosowania były takie same jak w przypadku Niemiec. Jedynym właściwie krajem, który mógł pochwalić się podobnym sukcesem, była Szwajcaria. W innych państwach, jak się wydaje, przywiązywano większą wagę do makroekonomicznych podstaw strategii opartej na kontroli podaży pieniądza. Kiedy więc funkcje popytu na pieniądz – rozumiany jako konkretny

[10] Szczegółowo doświadczenia te przedstawiają np. Argy, Brennan i Stevens [1989].

agregat monetarny – stawały się niestabilne, głównie ze względu na spowodowane przez innowacje finansowe zmiany w zakresie instrumentów finansowych, które mogły odgrywać rolę pieniądza, kontrola podaży pieniądza traciła swoje makroekonomiczne podstawy i większość krajów ją stosujących rezygnowała z opartej na niej strategii polityki pieniężnej [por. Cobham, 2021; Niedźwiedzińska, 2022].

Mimo negatywnych doświadczeń z końcowego okresu istnienia systemu z Bretton Woods strategia polityki pieniężnej oparta na kontroli kursu walutowego nie została odrzucona przez wszystkie kraje. Poza wspomnianym już wcześniej przypadkiem krajów Europy Zachodniej należących do Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej, którym zależało na ograniczeniu wzajemnych wahań ich kursów walutowych ze względu na łączące je silne powiązania gospodarcze[11], spora liczba gospodarek wschodzących opierała swoją politykę pieniężną bądź na usztywnieniu swego kursu walutowego względem jednej z najważniejszych walut świata, bądź na bardziej elastycznych formach ograniczenia wahań kursu własnej waluty. Jednakże popularność takiej strategii, m.in. wskutek coraz większej skali działania międzynarodowych rynków finansowych i trudności w efektywnym kontrolowaniu przepływów kapitałowych, w krajach rozwiniętych systematycznie malała [por. Cobham, 2021; Niedźwiedzińska, 2022].

W końcu lat 80. widać więc było coraz bardziej wyraźnie słabości dwóch podstawowych typów strategii polityki pieniężnej opartej na w miarę przejrzystych regułach, tj. kontroli podaży pieniądza i kontroli kursu walutowego. Zaowocowało to wzrostem popularności strategii dyskrecjonalnych, wykluczających korzystanie z jakiegokolwiek typu kotwicy nominalnej [por. Cobham, 2021; Niedźwiedzińska, 2022]. Innym, bardziej trwałym następstwem kłopotów ze sprawnym działaniem strategii opartych na kontroli podaży pieniądza i na kontroli kursu walutowego było pojawienie się strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, która w ciągu ostatnich trzech dekad stała się chyba najpopularniejszą strategią polityki pieniężnej.

[11] Europejski System Walutowy, powołany pod koniec lat 70. jako element współpracy krajów EWG, dość szybko stał się systemem zdominowanym przez markę niemiecką i po pierwszym okresie stosunkowo częstych dostosowań kursów bilateralnych kotwicą nominalną dla przeważającej większości krajów zrzeszonych w ESW stało się utrzymywanie stałego – w pewnym przedziale – kursu ich walut względem marki niemieckiej.

6.4. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego – „koniec historii" dla polityki pieniężnej?

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego pojawiła się na przełomie lat 80. i 90. ubiegłego wieku jako reakcja na problemy związane z funkcjonowaniem strategii opartych na kontroli podaży pieniądza i kontroli kursu walutowego. Nowa Zelandia jest powszechnie uważana za pierwszy kraj[12], w którym została wprowadzona strategia bezpośredniego celu inflacyjnego [por. Kokoszczyński, 2004], choć warto odnotować, iż w tym przypadku przedsięwzięcie to było częścią całościowego pakietu reform polityki makroekonomicznej. Dość szybko, bo jeszcze w I połowie lat 90., strategię bezpośredniego celu inflacyjnego przyjęły: Chile, Kanada, Izrael, Wielka Brytania, Peru, Finlandia i Szwecja [por. Schmidt-Hebbel, Tapia, 2002], a więc gospodarki bardzo zróżnicowane pod względem wielkości, poziomu rozwoju, stopnia otwartości czy wcześniej stosowanej strategii polityki pieniężnej. Ich pozytywne doświadczenia związane z funkcjonowaniem tej strategii doprowadziły do szybkiego i znacznego wzrostu jej popularności, aż po jej dominację wśród krajów dużych i średnich [por. Cobham, 2021; Niedźwiedzińska, 2022]. Zarówno ta bardzo zróżnicowana grupa krajów, które przyjęły strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, jak i fakt, że strategia ta pojawiła się najpierw w praktyce działania banków centralnych, a dopiero później stała się przedmiotem teoretycznych i modelowych analiz środowiska akademickiego, sprawiły, iż rozwiązania przyjęte w tym zakresie w poszczególnych krajach różnią się od siebie. Dlatego też ogólny model strategii bezpośredniego celu inflacyjnego nie jest aż tak konkretny, jak ma to miejsce w przypadku innych koncepcji polityki pieniężnej. W jego najprostszej wersji zakłada się [por. Kokoszczyński, 2004, s. 85 i nast. oraz przywołana tam literatura], że elementami strategii bezpośredniego celu inflacyjnego są: stabilność cen jako jedyny lub najważniejszy cel polityki pieniężnej, publiczne ogłaszanie jego liczbowej wartości, prowadzenie polityki pieniężnej na podstawie całościowej analizy sytuacji gospodarczej, zwiększona przejrzystość polityki pieniężnej oparta na szerokiej komunikacji z opinią publiczną i rynkami finansowymi oraz wyraźna odpowiedzialność banku centralnego za realizację celu inflacyjnego.

Niektórzy ekonomiści, w tym przede wszystkim Lars Svensson [por. Svensson, 1997; Al-Mashat, Clinton, Laxton, Wang, 2018], uważają, iż nieodłącznym

[12] Nowa ustawa o banku centralnym została przyjęta w grudniu 1989 r.

elementem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest ponadto publikowanie przez bank centralny prognoz inflacji i takie kształtowanie instrumentów polityki pieniężnej, by inflacja prognozowana była jak najbliższa celowi inflacyjnemu (prognoza inflacji staje się w tym przypadku niejako celem pośrednim polityki pieniężnej).

W ramach dyskusji o wyborze polityki opartej na regułach lub polityki dyskrecjonalnej strategia bezpośredniego celu inflacyjnego dość szybko uznana została za rozwiązanie pośrednie i nazwana ograniczoną dyskrecjonalnością (*constrained discretion*)[13]. Jak piszą bowiem Bernanke i Mishkin [1997], krótkookresowa polityka pieniężna prowadzona w ramach tej strategii może mieć charakter dyskrecjonalny, ale skwantyfikowany, zwykle średnio- lub długookresowy cel inflacyjny oraz wymogi przejrzystości i efektywnej komunikacji banku centralnego z otoczeniem powodują, iż to właśnie średnio- i długookresowe skutki tej krótkookresowej dyskrecjonalności i ich zgodność (lub brak tejże) z celem inflacyjnym służą ograniczaniu tej dyskrecjonalności. Kim [2011] poddaje pojęcie ograniczonej dyskrecjonalności analizie modelowej, która w dość istotny, jak się wydaje, sposób uzasadnia takie określenie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Obok zgoła standardowego problemu optymalizacyjnego rozwiązywanego przez bank centralny (minimalizacja funkcji straty, której argumentami są kwadrat odchylenia inflacji od celu i luka popytowa) pojawia się dodatkowy warunek ograniczający, który mówi, że inflacja w średnim okresie (rozumiana jako średnia roczna inflacja w horyzoncie kilku lat) ma być równa celowi inflacyjnemu. Porównanie wyników takiej optymalizacji z ustaleniami dotyczącymi problemów formułowanych w bardziej typowy sposób pokazuje, iż tak skonstruowana strategia polityki pieniężnej pozwala na uniknięcie problemu dynamicznej niespójności w czasie.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, w dużej mierze ze względu na swoją skuteczność w ograniczaniu inflacji w latach 90. w krajach, które przyjęły ją już w początkowym etapie jej istnienia, stawała się coraz bardziej popularna, aż w I dekadzie następnego wieku można ją było uznać za najbardziej popularną strategię polityki pieniężnej w krajach rozwiniętych i w gospodarkach wschodzących [por. Cobham, 2021; Niedźwiedzińska, 2022]. Była ona również swoistym – i eleganckim – rozwiązaniem problemu związanego z wyborem między regułami a dyskrecjonalnością w polityce pieniężnej, stanowiąc pewną kombinację obu tych elementów. Te rozliczne zalety strategii bezpośredniego celu inflacyjnego dawały asumpt do pytania, czy na strategii tej kończy się ewolucja strategii polityki pieniężnej. Stephen Grenville (ówczesny wiceprezes banku centralnego Australii),

[13] Po raz pierwszy, jak się wydaje, określenia tego użyli Bernanke i Mishkin [1997]; bardziej uporządkowane wyjaśnienie i uzasadnienie tego terminu zaprezentował Bernanke [2003], a bardziej sformalizowane podejście przedstawił w swojej pracy Kim [2011].

który według mojej najlepszej wiedzy zadał to pytanie wprost już w 2001 r. [Grenville, 2001], był jednak przekonany, iż wprawdzie strategia bezpośredniego celu inflacyjnego określa aktualnie najlepsze praktyki prowadzenia polityki pieniężnej, ale błędem byłoby uważanie, że dalszy rozwój reżimu monetarnego jest niemożliwy. Historia – zdaniem Grenville'a – będzie toczyła się dalej [Grenville, 2001, s. 61]. Podobnie wypowiadali się w tym czasie inni bankierzy centralni. Dyskusja stała się jednak bardziej gorąca w 2008 r., gdy nadszedł globalny kryzys finansowy. Syntetycznie przedstawił ją Brash [2008], który w reakcji na wypowiedź Stiglitza twierdzącego, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego była zupełną porażką, a aktualny kryzys poddaje ją właśnie testowi, którego strategia ta na pewno nie zda [Stiglitz, 2008], przekonywał do zalet tej strategii i wątpił, czy uda się ją łatwo zastąpić. Temu etapowi ewolucji strategii polityki pieniężnej, a może, jak twierdzą niektórzy, tylko ewolucji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, poświęcona jest następna część tekstu.

Kryzys z 2008 r. i niekonwencjonalna polityka pieniężna – nowe instrumenty czy nowa strategia?

Globalny kryzys finansowy, którego pierwsze przejawy można było dostrzec już w 2007 r., przyniósł sporo zmian w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej. Ich pakiet nazywa się obecnie zwykle niekonwencjonalną polityką pieniężną, choć zdaniem niektórych autorów znaczna część wprowadzonych wtedy zmian nie była tak naprawdę nowa [por. np. Guerini, Lamperti, Mazzocchetti, 2018; Pfister, Sahuc, 2020; Polański, 2019 – i przytaczana tam literatura]. Literatura na temat niekonwencjonalnej polityki pieniężnej jest natomiast tak obszerna, iż nie ma potrzeby dokonywać w tym miejscu szerszej jej prezentacji. Skupię się więc tutaj wyłącznie na pytaniu, czy zmiany w instrumentarium polityki pieniężnej wprowadzone w czasie kryzysu były na tyle duże, by uzasadnić mówienie o odejściu strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w niebyt i o pojawieniu się nowej strategii, czy też o co najwyżej pewnej adaptacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego do nowych warunków.

Ogółem za zmiany wprowadzone w polityce pieniężnej w czasie kryzysu można uznać: dokonywanie przez bank centralny zakupów różnego rodzaju aktywów, najczęściej instrumentów dłużnych, które jest najczęściej nazywane luzowaniem ilościowym (*quantitative easing*), wykorzystywanie tzw. *forward guidance*, rozumianego jako informowanie przez bank centralny o oczekiwanej w danej chwili przyszłej polityce pieniężnej, a także stosowanie ujemnych nominalnych stóp procentowych. Rozmaici autorzy analizujący niekonwencjonalną politykę pieniężną w kontekście bezpośredniego celu inflacyjnego zwracają jednak uwagę na to, że

forward guidance był dla stosujących ten instrument banków centralnych przede wszystkim dodatkowym narzędziem komunikacji z otoczeniem, a nie formalnym zobowiązaniem co do przyszłego kształtu stóp procentowych [por. Pfister, Sahuc, 2020]. Autorzy wielu prac powstałych już po kryzysie nie widzą również problemu z kontynuacją zaliczania banków centralnych stosujących luzowanie ilościowe i ujemne nominalne stopy procentowe do stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego [por. np. Hammond, 2012; Niedźwiedzińska, Skrzeszewska-Paczek, Wesołowski, Żuk, 2019; Samarina, Apokoritis, 2020]. Co więcej, w wydanej w 2013 r. przez CEPR książce *Is Inflation Targeting Dead?* [Reichlin, Baldwin, 2013] zdecydowana większość spośród autorów jej 14 rozdziałów wyraża opinie, które redaktorzy całego tomu podsumowują w przedmowie w następujący sposób: „Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego powinna być doskonalona, a nie zastąpiona inną”[14]. Jest to szczególnie ważne z uwagi na to, że, jak stwierdza Broadbent [2013, s. 57] w tej samej książce, wiele rozwiązań opisywanych w literaturze jako alternatywa dla strategii bezpośredniego celu inflacyjnego ma charakter praktycznie całkowicie dyskrecjonalny. Zarówno doświadczenia historyczne, jak i akademicka makroekonomia pokazują jednak, iż dyskrecjonalność jest zwykle suboptymalna, co wzmacnia jeszcze argumenty za utrzymywaniem – w być może zmienionej formie – strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, w której dyskrecjonalność odgrywa, co prawda, istotną rolę, ale jest to dyskrecjonalność ograniczona.

6.5. Zakończenie

Polityka pieniężna w systemach monetarnych opartych na pieniądzu wymienialnym na kruszec i wynikających z tego sztywnych kursach walut była podporządkowana przede wszystkim określonym regułom. Z czasem, w miarę utrzymywania się długotrwałych zjawisk kryzysowych i wojen, zaczęły one jednak uniemożliwiać sprawne funkcjonowanie państwa i dość często były wtedy zawieszane. Jak pokazują przywołane wcześniej przykłady z historii Anglii i Szwecji, takie dyskrecjonalne traktowanie reguł nie musiało oznaczać upadku systemu monetarnego, jeśli tylko przyczyny zawieszenia były powszechnie zrozumiałe, a władza monetarna cieszyła się wysoką wiarygodnością. Podobne wnioski można wyciągnąć z doświadczeń kanadyjskich związanych z przejściem od kursu sztywnego do kursu płynnego w czasach funkcjonowania systemu z Bretton Woods.

[14] „Bottom line: inflation targeting, refined not replaced” [Reichlin, Baldwin, 2013, s. 27].

Upadek tego systemu, zapoczątkowany w 1971 r. zawieszeniem wymienialności dolara amerykańskiego na złoto, a następnie zakończony w połowie lat 70., po nieudanych próbach utrzymania wielostronnego systemu kursów sztywnych dla walut krajów rozwiniętych, oznaczał również utratę możliwości stosowania kotwicy nominalnej w polityce pieniężnej prowadzonej przez te kraje. Poszukiwania nowej strategii polityki pieniężnej w nielicznych w sumie przypadkach, z których najważniejszy to Niemcy stawiające na system kontroli podaży pieniądza, rzadko pozwalały na kontynuację polityki pieniężnej opartej na ścisłych regułach. Nawet niemiecki bank centralny traktował kontrolę podaży pieniądza raczej jako narzędzie komunikacji z otoczeniem. Kraje próbujące podporządkować swoją strategię kontroli kursu walutowego, nawet jeśli pozwalała ona na dostosowywanie poziomów kursów w uzasadnionych przypadkach, również rzadko przestrzegały reguł takiej strategii bądź też odchodziły od niej – historia Europejskiego Systemu Walutowego, a w szczególności jego kryzys z początku lat 90., są tego znakomitym przykładem [por. Houben, 2000]. Te negatywne doświadczenia ze strategiami polityki pieniężnej opartymi na regułach i ze stosowaniem czysto dyskrecjonalnej polityki pieniężnej [por. Broadbent, 2013 – o doświadczeniach Wielkiej Brytanii] tłumaczą zapewne rosnące zainteresowanie strategią bezpośredniego celu inflacyjnego, która łączy w sobie pewną dozę dyskrecjonalności z jej ograniczeniami, bardziej zresztą elastycznymi niż sztywne reguły wcześniej popularnych strategii polityki pieniężnej. Można więc uznać, iż trwałą – jak się wydaje – zmianą w dominującej strategii polityki pieniężnej stało się przejście od strategii opartej na regułach, które podlegały niekiedy dyskrecjonalnemu zawieszeniu do strategii mającej charakter trwałego połączenia dyskrecjonalności i reguł. Taki przynajmniej pogląd wydawał się powszechnie akceptowany w późnych latach 90. XX w. i w następnej dekadzie. Reakcja polityki pieniężnej w wielu, głównie rozwiniętych, krajach na kryzys z 2008 r. polegała nie na odejściu od ograniczonej dyskrecjonalności charakteryzującej strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, a na dołączeniu do stosowanych w jej ramach instrumentów nie tyle nowych, ile dawno niestosowanych narzędzi. Zdaniem większości praktyków i teoretyków bankowości centralnej można jednak uznać, że kraje stosujące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego i korzystające z narzędzi tzw. niekonwencjonalnej polityki pieniężnej należy nadal zaliczać do krajów stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, acz w zmodyfikowanej wersji. W mojej opinii wariant ten charakteryzuje się w pewnym stopniu większą dozą dyskrecjonalności od wersji tradycyjnej. Oznacza to jednak, iż wskazywany w tym tekście kierunek ewolucji strategii polityki pieniężnej od systemu z Bretton Woods do tradycyjnej lub zmodyfikowanej odmiany strategii bezpośredniego celu inflacyjnego zachowuje

właściwą sobie trajektorię, polegającą na zwiększaniu dyskrecjonalności strategii polityki pieniężnej, przy zachowaniu mimo wszystko istotnych ograniczeń tej dyskrecjonalności.

Bibliografia

Al-Mashat, R., Clinton, K., Laxton D., Wang, H. (2018). First Principles. W: *Advancing the Frontiers of Monetary Policy* (s. 17–29), T. Adrian, D. Laxton, M. Obstfeld (Eds.). Washington: IMF.

Argy, V., Brennan, A., Stevens, A. (1989). *Monetary Targeting: The International Experience*, referat na konferencji Reserve Bank of Australia.

Bernanke, B.S. (2003). *'Constrained Discretion' and Monetary Policy* (*Remarks Before the Money Marketeers of New York University)*. New York: The Federal Reserve Board.

Bernanke, B.S., Mishkin, F.S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, *Journal of Economic Perspectives*, 11, s. 97–116.

Bordo, M.D. (1993). The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview. W: *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (s. 3–108), M.D. Bordo, B. Eichengreen (Eds.). Chicago–London: University of Chicago Press.

Bordo, M. (2018). The Imbalances of the Bretton Woods System 1965 to 1973: U.S. Inflation, The Elephant in the Room, *Economics Working Paper*, 18115.

Bordo, M., Dib, A., Schembri, L. (2010). Canada's Pioneering Experience with a Flexible Exchange Rate in the 1950s: (Hard) Lessons Learned for Monetary Policy in a Small Open Economy, *International Journal of Central Banking*, 6, s. 51–99.

Brash, D. (2008). *Inflation Targeting Still the Best Way to Run Monetary Policy*, www.donbrash.com (dostęp: 21.04.2022).

Broadbent, B. (2013). Is Inflation Targeting Dead? W: *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis* (s. 51–58), L. Reichlin, R. Baldwin (Eds.). London: CEPR.

Caldentey, E.P., Vernengo, M. (2019). The Historical Evolution of Monetary Policy in Latin America. W: *Handbook of the History of Money and Currency* (s. 953–980), S. Battilossi, Y. Cassis, K. Yago (Eds.). Singapore: Springer.

Clark, G. (2021). *What Were British Earnings and Prices Then? A Question-and-Answer Guide*, https://www.measuringworth.com/datasets/ukearncpi/earnguidenew.htm (dostęp: 22.04.2022).

Cobham, D. (2021). A Comprehensive Classification of Monetary Policy Frameworks in Advanced and Emerging Economies, *Oxford Economic Papers*, 73, s. 2–26.

De Lipsis, V. (2021). Dating Structural Changes in UK Monetary Policy, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 21, s. 509–539.

Eichengreen, B. (2021). Bretton Woods After 50, *Review of Political Economy*, 33, s. 552–569.

Fregert, K., Jonung, L. (1996). Inflation and Switches between Specie and Paper Standards in Sweden 1668–1931: A Public Finance Interpretation, *Scottish Journal of Political Economy*, 43, s. 444–467.

Grenville, S. (2001). Monetary Policy: The End of History?, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, August, s. 61–65.

Guerini, M., Lamperti, F., Mazzocchetti, A. (2018). Unconventional Monetary Policy: Between the Past and Future of Monetary Economics, *European Journal of Economics and Economic Policies: Interventions*, 15, s. 122–131.

Hammond, G. (2012). State of the Art of Inflation Targeting, *CCBS Handbook*, 29.

Helleiner, E. (2005). A Fixation with Floating: The Politics of Canada's Exchange Rate Regime, *Canadian Journal of Political Science / Revue Canadienne de Science Politique*, 38, s. 23–44.

Houben, A.C.F. J. (2000). *The Evolution of Monetary Policy Strategies in Europe*. Dordrecht–Boston: Kluwer Academic Publishers.

Kim, J. (2011). Inflation Targeting as Constrained Discretion, *Journal of Money, Credit and Banking*, 43, s. 1505–1522.

Kokoszczyński, R. (2004). *Współczesna polityka pieniężna w Polsce.* Warszawa: PWE.

Kokoszczyński, R. (2019). Strategie polityki pieniężnej wobec kryzysu. W: *Polityka pieniężna i rynki finansowe wobec wyzwań gospodarki 4.0* (s. 79–96), W. Przybylska-Kapuścińska, K. Perez (red.). Warszawa: CeDeWu.

Mishkin, F.S. (2018). Improving the Use of Discretion in Monetary Policy, *International Finance*, 21, s. 224–238.

Newby, E. (2012). The Suspension of Gold Standard as a Sustainable Monetary Policy, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 36, s. 1498–1519.

Niedźwiedzińska, J. (2022). Zmiany w międzynarodowym systemie walutowym i ich implikacje dla wiarygodności i dyskrecjonalności reżimów monetarnych – od systemu z Bretton Woods do strategii celu inflacyjnego. W: *System z Bretton Woods i jego dziedzictwo. Od pieniądza złotego do cyfrowego* (s. 135–164), R. Bartkowiak, J. Ostaszewski, Z. Polański (red.). Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Niedźwiedzińska, J., Skrzeszewska-Paczek, E., Wesołowski, G., Żuk, P. (2019). Major Changes to an Inflation Targeting Framework. W: *Three Decades of Inflation Targeting* (s. 42–72), M. Ciżkowicz-Pękała, W. Grostal, J. Niedźwiedzińska, E. Skrzeszewska-Paczek, E. Stawasz-Grabowska, G. Wesołowski, P. Żuk (red.). Warszawa: Narodowy Bank Polski.

Nixon, R. (1971). Speech by Richard Nixon (15 August 1971). W: *Office of the Federal Register* (s. 886–890), R. Nixon (red.). Washington: US Government Printing Office.

O'Brien, P.K., Palma, N. (2020). Danger to the Old Lady of Threadneedle Street? The Bank Restriction Act and the Regime Shift to Paper Money, 1797–1821, *European Review of Economic History*, 24, s. 390–426.

Ocampo, J.A. (2016). A Brief History of the International Monetary System since Bretton Woods, *WIDER Working Paper*, 97.

Ocampo, J.A. (2017). *Resetting the International Monetary (Non)System*. Oxford: Oxford University Press.

Officer, L.H., Williamson, S.H. (2021). *The Price of Gold, 1257–2014*, http://www.measuringworth.com/gold/ (dostęp: 22.04.2022).

Pfister, C., Sahuc, J.G. (2020). Unconventional Monetary Policies: A Stock-Taking Exercise, *Revue d'Économie Politique*, 130, s. 137–169.

Polański, Z. (2019). O polityce pieniężnej doby kryzysu, innowacjach i dwoistej naturze pieniądza. W: *Polityka pieniężna i rynki finansowe wobec wyzwań gospodarki 4.0* (s. 41–63), W. Przybylska-Kapuścińska, K. Perez (red.). Warszawa: CeDeWu.

Reichlin, L., Baldwin, R. (Eds.). (2013). *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*. London: CEPR.

Samarina, A., Apokoritis, N. (2020). Evolution of Monetary Policy Frameworks in the Post-Crisis Environment, *DNB Working Paper*, 664.

Schmidt-Hebbel, K., Tapia, M. (2002). Inflation Targeting in Chile, *North American Journal of Economics and Finance*, 13, s. 125–146.

Siklos, P.L. (2009). Not Quite as Advertised: Canada's Managed Float in the 1950 s and Bank of Canada Intervention, *European Review of Economic History*, 13, s. 413–435.

Stiglitz, J. (2008). *The Failure of Inflation Targeting*, https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting (dostęp: 22.04.2022).

Svensson, L.E.O. (1997). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, *European Economic Review*, 41, s. 1111–1146.

Unsal, D.F., Papageorgiou, C., Garbers, H. (2022). Monetary Policy Frameworks: An Index and New Evidence, *IMF Working Paper*, WP/22/22.

ECONOMIC CONSEQUENCES OF THE SUSPENSION OF THE DOLLAR-GOLD CONVERTIBILITY: MONETARY POLICY STILL BETWEEN RULES AND DISCRETION

Abstract

This paper investigates the economic impact of suspending the US dollar convertibility in 1971 in the framework of monetary policy rules, in particular referring to the use of the nominal anchor – or the lack of such. Both major components of the Bretton Woods System, i.e., the dollar convertibility and fixed exchange rates of other participants' currencies, played the role of nominal anchor for the US and other countries as well. However, some historical examples suggest that (temporary) suspensions of the convertibility or of fixed exchange rates do not preclude a stable macroeconomic performance of the countries concerned if monetary authorities' plans are credible and their monetary policy is sensible. The paper also attempts to present inflation targeting and quantitative easing, two recent developments in the evolution of monetary policy strategies, as examples of regimes combining – in different proportions – rules and discretion.

Keywords: monetary policy, rules *vs* discretion, exchange rate regime

JEL Classification: E42, E52, E58, F33, F42

Rozdział 7

WPŁYW SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ I SYSTEMU Z BRETTON WOODS NA POLITYKĘ MONETARNĄ I BILANSE PŁATNICZE W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ NA PRZEŁOMIE XX I XXI W.

Aneta Kosztowniak

Abstrakt

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie konsekwencji oddziaływania polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej (Fed) oraz mechanizmów systemu z Bretton Woods na kształtowanie się kursów walutowych i bilanse płatnicze w USA, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Francji i Japonii, a także uwarunkowania społeczno-gospodarcze w pozostałych krajach rozwiniętych i rozwijających się w latach 1960–2021.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że mimo wielu ograniczeń zarówno polityka pieniężna Fed, jak i system z Bretton Woods w całym okresie swego funkcjonowania (1944–1971) stabilizowały politykę gospodarczą krajów rozwiniętych i rozwijających się. Choć system zmiennych kursów walutowych zapewniał poszczególnym państwom teoretycznie większą swobodę w doborze środków polityki pieniężnej, to specyfika zjawisk, które wystąpiły w USA (rosnący deficyt budżetowy, wysokie stopy procentowe oraz aprecjacja, a następnie deprecjacja kursu dolara przy znacznej wielkości rynku), spowodowały, że pozostałe kraje były zmuszone kierować się rozwojem sytuacji w gospodarce amerykańskiej oraz reagować za pomocą różnych narzędzi polityki monetarnej i fiskalnej.

Należy więc stwierdzić, że w przypadku systemu dolarowo-złotego obwiązujący mechanizm stałych kursów walutowych stabilizował wahania na rachunku bieżącym i finansowym. Po upadku systemu z Bretton Woods przejście do systemu płynnego – któremu

towarzyszyły niekorzystne zjawiska monetarne i budżetowe – uwolniło z kolei swobodę wymiany handlowej i ekspansję przepływów kapitału przy jednoczesnym wzroście zmienności kursów walutowych.

Słowa kluczowe: bilans płatniczy, inflacja, kurs walutowy, stopy procentowe, System Rezerwy Federalnej, system z Bretton Woods

Kody JEL: E4, E5, F3

7.1. Wprowadzenie

W latach 50–60. XX w. istotny wpływ na politykę gospodarczą zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w pozostałych krajach rozwiniętych wywierał model nurtu keynesowskiego, w którym główne narzędzie stanowiła polityka fiskalna uzupełniana polityką pieniężną. Po II wojnie światowej działania rządów i instytucji monetarnych w większości krajów, w tym w Europie, były skoncentrowane na odbudowie gospodarek i walce z bezrobociem, czemu miały służyć wykorzystywane wówczas narzędzia stymulowania zagregowanego popytu. Liderem w gospodarce światowej były Stany Zjednoczone, które objęły przywództwo w kształtowaniu nowego systemu walutowego, a tym samym mechanizmów rozliczeń wymiany handlowej i przepływów kapitałowych. W 1944 r. usankcjonowano zasady tzw. systemu z Bretton Woods, czyli systemu dolarowo-złotego, przy stałych kursach walutowych, które były wiążące przez ponad dwie dekady, tj. do 1971 r.

Przełom lat 70–80. XX w. przyniósł głębokie zmiany w efekcie ujawnienia się problemów ze stagflacją oraz krytykę zawodności mechanizmów keynesizmu. Ówczesne warunki makroekonomiczne charakteryzowały się: spowolnieniem wzrostu, presją inflacyjną podsycaną wzrostem cen surowców w następstwie dwóch kryzysów energetycznych (1974–1975, 1979–1980), deficytami budżetowymi i handlowymi oraz bezrobociem. Zdarzenia te spowodowały odejście od doktryny keynesizmu na rzecz monetaryzmu, a polityka monetarna stała się filarem polityki stabilizacyjnej. Regulacje stóp procentowych i podaży pieniądza (agregatów) uczyniono tym samym głównymi narzędziami w walce z inflacją.

Polityka pieniężna i system kursów walutowych, z uwagi na zajmowane przez nie miejsce w systemie mechanizmów transmisji impulsów do sfery realnej gospodarki, stały się jednocześnie głównymi narzędziami polityki gospodarczej. Strategia Systemu Rezerwy Federalnej (Fed), ze względu na zarówno skalę jej oddziaływania, jak i realizowany model systemu kursów walutowych z Bretton Woods, a także

późniejszy jego upadek, miały kluczowy wpływ na politykę pieniężną i warunki życia w wielu krajach świata.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie konsekwencji oddziaływania polityki pieniężnej Fed oraz mechanizmów systemu z Bretton Woods na kształtowanie się kursów walutowych i bilanse płatnicze w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Francji i Japonii, z uwzględnieniem uwarunkowań społeczno-gospodarczych występujących w pozostałych krajach rozwiniętych i rozwijających się w latach 1960–2021.

7.2. Polityka Fed oraz mechanizmy funkcjonowania systemu z Bretton Woods

Po wielkim kryzysie gospodarczym (1929–1933) do I połowy lat 70. XX w. polityka Fed koncentrowała się na swoich głównych celach, tj. dążeniu do wysokiego zatrudnienia, zapewnieniu stabilności cen i długoterminowych stóp procentowych oraz na osiąganiu stabilnego wzrostu gospodarczego, przy jednoczesnym utrzymywaniu stabilności na rynkach walutowych i w systemie finansowym[1]. Akceptowano również wyższy poziom inflacji towarzyszący rosnącemu popytowi (odrzucano próby schładzania gospodarki) w celu ograniczenia przymusowego bezrobocia. Tym samym ówczesna polityka pieniężna miała charakter wyraźnie prowzrostowy, za czym przemawiały stymulacja zagregowanego popytu oraz wykorzystanie zasobów siły roboczej i środków produkcji w gospodarce. Od lat 30. do 70. cechą amerykańskiej polityki pieniężnej była akceptacja umiarkowanej, a właściwie pełzającej inflacji, wspierającej wzrost gospodarczy.

Pod koniec II wojny światowej zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w pozostałych krajach wysoko uprzemysłowionych dążono do utworzenia nowego systemu walutowego, który wspierałby wymianę międzynarodową oraz pomagał w utrzymaniu równowagi zewnętrznej i stabilności finansowej, bez rezygnacji z celów wytyczonych w ramach polityki wewnętrznej. W konsekwencji w Bretton Woods w 1944 r. zadecydowano o utworzeniu systemu waluty dewizowo-złotej, opartej na stałych kursach walutowych[2]. Dążono do przywrócenia wymienialności walut, stabilizacji ich kursów oraz zagwarantowania warunków do swobodnego i korzystnego rozwoju międzynarodowych powiązań gospodarczych. Decyzja, że

1 Czyli celach określonych przez Kongres Stanów Zjednoczonych w ustawie o Rezerwie Federalnej, podpisanej przez prezydenta Woodrowa Wilsona 23 grudnia 1913 r. [Kwiatkowski, 2014, s. 67–74.]

2 Szerzej piszą o tym Cecylia Leszczyńska i Henryk Bąk w dwóch pierwszych rozdziałach niniejszej monografii.

dolar amerykański miał być kluczową walutą, wynikała z ówczesnej polityczno-ekonomicznej pozycji Stanów Zjednoczonych.

W kontekście analizowanego wpływu polityki Fed oraz systemu z Bretton Woods na zmiany w zakresie bilansów płatniczych warto zwrócić uwagę na podstawowe zasady funkcjonowania powojennego systemu walutowego [Dooley, Folkerts-Landau, Garber, 2004, s. 307–313]. Finalnie zgodzono się co do tego, że:

- złoto jest głównym środkiem rezerwowym i płatniczym [Rueff, Hirsh, 1965],
- parytety wymiany zostaną określone jednocześnie w złocie i w dolarze amerykańskim (parytet określony w złocie stanowić będzie podstawę kursów walutowych pieniądza narodowego, a parytet określony w dolarach – podstawę kursu centralnego, wyznaczonego przez poszczególne państwa wobec dolara amerykańskiego),
- Stany Zjednoczone będą wymieniać każdą walutę na złoto (i odwrotnie) przy utrzymaniu jego stałej ceny w wysokości 35 USD za tzw. uncję trojańską złota,
- kursy bieżące wymienialnych walut narodowych mogą się wahać na poziomie ustalonego kursu parytetowego tylko w wąskich granicach ±1%, tj. jeden procent w górę lub w dół od kursu parytetowego [Cooper, Fraser, Uselton, 1985, s. 472–473],
- w momencie zbliżenia się kursu bieżącego wymienialnej waluty narodowej do odchyleń ±1% władze monetarne są zobowiązane do odpowiedniego interweniowania na rynkach pieniężnych,
- w przypadku powstania trudności płatniczych i konieczności zmiany kursu waluty poszczególne kraje zrzeszone w systemie mają możliwość skorzystania ze specjalnych kredytów Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW),
- zmiana poziomu oficjalnego kursu waluty narodowej kraju członkowskiego MFW większa niż 10% (w górę lub w dół) jest możliwa jedynie za zgodą odpowiednich władz Funduszu.

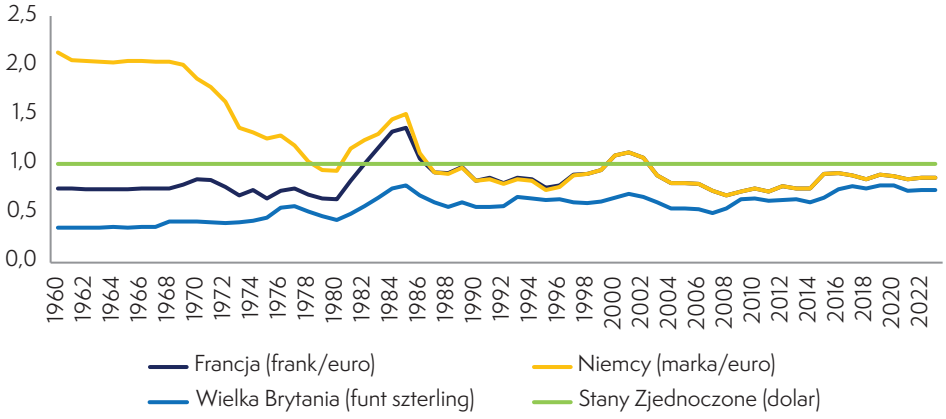
Zasady funkcjonowania systemu z Bretton Woods były bardzo rygorystyczne. Chodziło o utrzymanie stałego zaufania do dolara amerykańskiego (a także do kilku innych walut rezerwowych) oraz o wzrost płynności międzynarodowej (tj. możliwości dokonywania płatności z tytułu rozwoju międzynarodowych powiązań gospodarczych) w warunkach utrzymania stałej ceny złota w dolarach amerykańskich [Kosztowniak, 2009a, s. 185–196].

Tak skonstruowany system dolarowo-złoty miał na celu powrót do zalet systemu waluty złotej i wyeliminowanie jego mankamentów. Chodziło przede wszystkim o stabilizację kursów walutowych. W systemie waluty złotej kursy te były oparte na stałym parytecie walut krajowych wyrażonych w złocie. W systemie waluty dewizowo-złotej kurs walutowy został powiązany nie tylko ze złotem, lecz także z dolarem amerykańskim, przy czym powiązanie go ze złotem miało w większym stopniu

charakter formalny, z dolarem zaś – faktyczny. Dolar ze względu na wymienialność na złoto stał się walutą rezerwową, zapewniającą płynność międzynarodową.

O powiązaniu walut narodowych Wielkiej Brytanii (funta szterlinga), Niemiec (ówczesnej marki niemieckiej) czy Francji (franka francuskiego) z dolarem świadczy zarówno stabilność ich kursu wobec dolara amerykańskiego w latach 1960–1971, jak i ich zmienność po upadku systemu dolarowo-złotego (wykres 7.1).

Rysunek 7.1. Kurs wymiany walut narodowych Francji, Niemiec i Wielkiej Brytanii wobec dolara amerykańskiego w latach 1960–2022



Uwagi: w przypadku 2022 r. podano kurs prognozowany.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECDStat [2022].

Mechanizm dolarowo-złoty sprowadzał się do tego, że gdy różnice wahań kursów walutowych były większe niż ±1%, rządy państw miały obowiązek interweniować na rynku walutowym w celu dopasowania kursu rynkowego do kursu parytetowego. Podstawę tej interwencji stanowiły rezerwy utrzymywane nie tylko w złocie, lecz także w dolarach. Gdy rezerwy te były wystarczające, władze monetarne danego kraju były zobowiązane do odkupienia własnej waluty od innych banków centralnych. W sytuacji kiedy natomiast dany kraj stale więcej importował niż eksportował, a nie miał własnych rezerw dewizowych, musiał zwrócić się do MFW z prośbą o pożyczkę dolarową krótko- lub średnioterminową, aby bilans ten wyrównać. Kredyt ten kraje finansowały własną walutą wewnętrzną. W praktyce oznaczało to wyrównywanie deficytów bilansu płatniczego własną walutą wewnętrzną, oczywiście za pośrednictwem dolara.

Kredyt dolarowy miał pełnić ważną funkcję stabilizatora koniunktury. O ile deficyt bilansu handlowego (płatniczego) uruchamiał w systemie waluty złotej fazę deflacyjną, a więc spadek produkcji, wzrost bezrobocia, obniżkę cen wewnętrznych

i wiele innych negatywnych zjawisk, o tyle w systemie dolarowo-złotym (pieniądza kierowanego) można było temu zapobiec. Kredyt dolarowy pozwalał wyrównać saldo bilansu płatniczego bez narażania się na wszystkie te problemy, które pociągał za sobą transfer złota w skali międzynarodowej.

W przypadku gdy nierównowaga płatnicza danego kraju miała charakter długofalowy, a więc strukturalny, i doraźna pożyczka dolarowa jej nie zapobiegała, dany kraj musiał zwrócić się po dodatkowe kredyty, obwarowane koniecznością podporządkowania krajowej polityki ekonomicznej zaleceniom MFW. W ostateczności można było wystąpić z prośbą o zmianę parytetu własnej waluty. Dotyczyło to zwłaszcza sytuacji, w której nierównowaga płatnicza była skutkiem długofalowych procesów inflacyjnych, co miało miejsce dwukrotnie: w 1949 r., gdy funt szterling (a następnie inne waluty z nim związane) został zdewaluowany o 30%, oraz w 1967 r., gdy funt brytyjski został zdewaluowany po raz drugi, o 14%. Wielka Brytania otrzymała zgodę na przeprowadzenie takich dewaluacji ze względu na trudności związane z rozpadem Imperium Brytyjskiego i przemiany strukturalne w brytyjskiej gospodarce.

Według Zbigniewa Polańskiego [2021, s. 56]

> nowej polityce kursowej towarzyszyła ograniczona wymienialność walut uczestniczących w systemie, dopiero pod koniec lat 50. XX w. wprowadzono wymienialność handlu zagranicznego (a dokładniej – obrotów bieżących bilansu płatniczego), którą z czasem stopniowo, ale w sposób nie w pełni skoordynowany, rozszerzono na tzw. przepływy kapitałowe, tj. ruchy pieniądza związane z działalnością inwestycyjną i pożyczkową.

Powstanie i funkcjonowanie systemu waluty dewizowo-złotej było związane z silną pozycją ekonomiczno-polityczną Stanów Zjednoczonych w latach 40–70. Kraje Europy Zachodniej odczuwały wówczas niedobór (głód) dolarowy, który został w części pokryty przez system pożyczek przyznanych w ramach tzw. Planu Marshalla[3]. Sytuacja ta umożliwiała Stanom Zjednoczonym utrzymywanie narastającego deficytu płatniczego bez potrzeby szybkiej jego likwidacji, ponieważ dolar był wtedy walutą rezerwową świata. Wszystkie kraje odnotowujące deficyt musiały walczyć o złoto i dolary amerykańskie. Stany Zjednoczone mogły zaś wyrównywać swój deficyt bilansu płatniczego poprzez wzrost krótkoterminowego zadłużenia bądź zwiększanie podaży swojej waluty narodowej (jej druk). W ówczesnych warunkach, w obliczu rosnących obrotów międzynarodowych realizowanych głównie w dolarach amerykańskich, było to zasadne.

[3] Szerzej piszą o tym Cecylia Leszczyńska i Henryk Bąk w dwóch pierwszych rozdziałach niniejszej monografii.

7.3. Uwarunkowania będące przyczyną załamania się systemu z Bretton Woods

Pierwsze problemy z funkcjonowaniem krajów członkowskich MFW w ramach systemu waluty dewizowo-złotej wystąpiły w latach 60. XX w. Potrzeba dokonania zmian w ramach systemu walutowego wynikała z jednej strony z jego rygorystycznych założeń, a z drugiej ze stopniowo narastających trudności płatniczych Stanów Zjednoczonych i słabnącej pozycji dolara.

Dla systemu walutowego z Bretton Woods rujnujące okazało się przede wszystkim utrzymanie stałej ceny złota. W warunkach powszechnego wzrostu poziomu cen światowych osłabiało to zainteresowanie wzrostem produkcji złota przy ograniczonych możliwościach jego wydobycia. W konsekwencji zmniejszał się udział tego kruszcu w światowych zasobach rezerw dewizowych, co oddziaływało na niekorzyść coraz mniej pewnego dolara amerykańskiego (od którego system z Bretton Woods był w dużym stopniu uzależniony) – i to w warunkach przywiązania wielkiej wagi do zasady stałości kursów wymienialnych walut narodowych oraz zwiększającego się przepływu kapitałów spekulacyjnych. Sytuację zaostrzał fakt, że stabilizacja kursu walutowego oznaczała konieczność prowadzenia polityki antyinflacyjnej. Nadmierna dyscyplina pieniężna groziła recesją gospodarczą i wszystkimi jej negatywnymi skutkami.

Do początku lat 60. XX w. Stany Zjednoczone przestrzegały zasady emisji dolarów w ilościach niezbędnych do pokrycia rozwijającego się handlu międzynarodowego. Z kolei w II połowie tej dekady dysproporcje między amerykańskim eksportem i importem zaczęły narastać o wiele szybciej, niż wskazywałaby na to dynamika handlu międzynarodowego.

Polityka pieniężna Fed była skuteczna do czasu ujawnienia się silnej presji inflacyjnej na początku lat 70. XX. Wzrost poziomu cen w Stanach Zjednoczonych i wielu innych krajach determinowany był, poza wzrostem oczekiwań inflacyjnych, przez liczne uwarunkowania w sferze realnej, tj.:

- wzrost wydatków ogółem sektora publicznego i prywatnego, realizowany zgodnie z doktryną keynesizmu w celu osiągania produkcji potencjalnej i ograniczania naturalnego bezrobocia (*demand-pull inflation*),
- kryzysy energetyczne z lat 1974–1975 i 1979–1980, stymulujące wzrost cen surowców, w tym importowanych, i finalnie kosztów energii oraz wytworzenia produkcji, widocznych we wzroście deficytów bilansu handlowego,

- wzrost spirali cenowo-płacowej (*wage-price-push*) będący efektem konfliktu między właścicielami kapitału (pracodawcami) i pracownikami (związkami zawodowymi) w zakresie redystrybucji wartości dodanej,
- spadek efektywności metod stabilizacji koniunktury i cen.

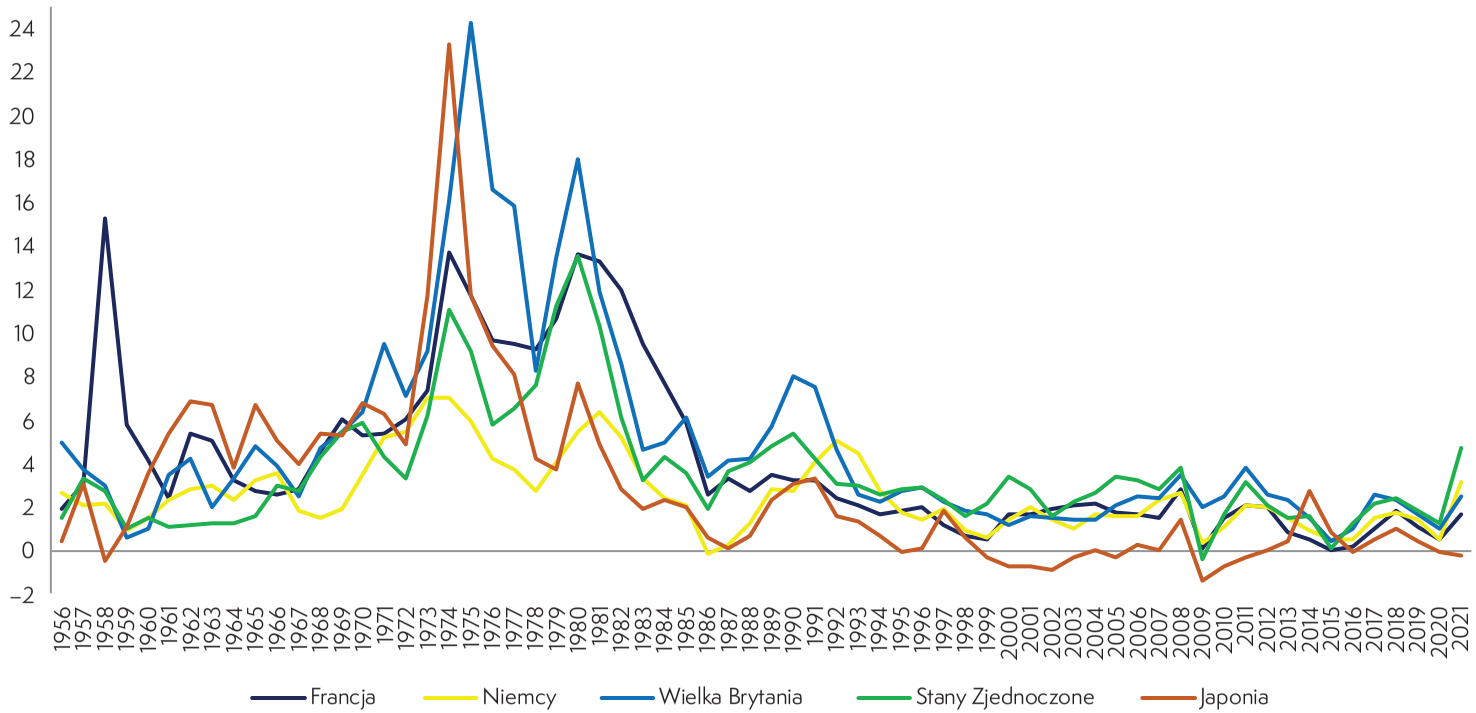
W latach 70. XX w. w Stanach Zjednoczonych ujawniła się dwucyfrowa inflacja (11,1% w 1974 r.), będąca w istotnej części konsekwencją pierwszego kryzysu energetycznego. W Niemczech i Szwajcarii starano się powstrzymać wzrost ogólnego poziomu cen, co stało jednak w sprzeczności z chęcią utrzymania sztywnego kursu walutowego. Bundesbank musiał kupować coraz więcej dolarów, aby utrzymać stały kurs marki niemieckiej [Kokoszczyński, 2004, s. 75]. Jej rosnąca podaż prowadziła jednak do wzrostu inflacji w Niemczech (7% w 1974 r.), czego starano się uniknąć. Różnice w celach polityki pieniężnej (Niemcy – niska inflacja, USA – pobudzenie gospodarki) oraz destabilizacja w sferze realnej, będąca następstwem pierwszego kryzysu energetycznego, doprowadziły do napięć, które podważały sens działania systemu z Bretton Woods. Wysoki poziom inflacji odnotowano również we Francji (13,6% w 1974 r.), a jeden z najwyższych w Wielkiej Brytanii (24,2% w 1975 r.) (wykres 7.2).

Splot wielu różnych czynników zadecydował o tym, że oczywista (po II wojnie światowej) dominacja dolara zaczęła budzić wątpliwości w latach 60. i stała się nie do utrzymania w latach 70. Osłabieniu pozycji dolara towarzyszyły stabilizacja, a następnie umocnienie się walut europejskich oraz jena japońskiego. W tej sytuacji na początku lat 70. nasiliła się ucieczka od słabnącego dolara do coraz mocniejszych walut z Europy i Japonii.

Zasada wymiany zewnętrznej dolara na złoto po sztywnym parytecie spowodowała, że wraz z osłabieniem dolara banki zagraniczne żądały jego wymiany na złoto, co wywołało falę znaczących transferów ze Stanów Zjednoczonych do Europy i Japonii. Ponadto rosnące zastosowanie złota do celów przemysłowych stymulowało wzrost jego ceny rynkowej, która w konsekwencji znacznie różniła się od ceny parytetowej.

Oficjalnie 15 sierpnia 1971 r. rząd Richarda Nixona zawiesił wymienialność dolara na złoto. Oznaczało to trwałe wycofanie się z systemu z Bretton Woods i było jednoznaczne z końcem systemu dewizowo-złotego.

Rysunek 7.2. Zmiany poziomu cen we Francji, Niemczech, Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych i Japonii w latach 1956–2021 (r/r, %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECDStat [2022].

7.4. Próby stabilizacji międzynarodowego rynku walut i rewizje statutu MFW

W latach 70. XX w. MFW podejmował liczne działania w celu ustabilizowania zakłóceń na międzynarodowym rynku walutowym [Kosztowniak, 2009a, s. 191–193], spośród których warto wymienić:

- wprowadzenie w 1968 r. dwóch poziomów ceny złota, tj. oficjalnego (35 USD za uncję trojańską) i wolnego, na którym cena tego kruszcu wyraźnie rosła, tym bardziej że przyjęto jednocześnie zasadę nienabywania i niesprzedawania złota przez władze walutowe poszczególnych krajów na rynkach prywatnych,
- wprowadzenie w 1968 r. systemu specjalnych praw ciągnienia (*special drawing rights*, SDR), które to środki były równoznaczne z dalszą demonetyzacją złota i z powolnym odchodzeniem od dolara amerykańskiego jako waluty światowej[4],
- oficjalne zawieszenie wymienialności dolara na złoto (15 sierpnia 1971 r.), powiązane z wprowadzeniem przez władze Stanów Zjednoczonych środków, które miały sprzyjać poprawie sytuacji w bilansie handlowym,
- przeprowadzenie (w ramach tzw. Porozumienia Smithsoniańskiego z grudnia 1971 r.) pierwszej od 1934 r. dewaluacji dolara (o 8%) oraz rewaluacji innych podstawowych walut (zwłaszcza marki niemieckiej i guldena holenderskiego),
- dokonanie drugiej dewaluacji dolara w marcu 1972 r. (w przybliżeniu o 10%).

Ponadto, próbując utrzymać system kursów stałych, MFW zezwolił na zwiększenie amplitudy dopuszczalnych wahań oficjalnych kursów walut w stosunku do dolara z ±1% do ±2,25% (w ramach wspomnianego Porozumienia Smithsoniańskiego)[5]. Zasadę te utrzymano do początku 1973 r. Już w lutym 1973 r. rząd Stanów Zjednoczonych (na skutek zmasowanego odpływu rezerw i wymiany dolara

4 Do 1969 r. głównymi środkami rezerwowymi MFW były złoto oraz dolary amerykańskie. Decyzja o wprowadzeniu SDR-ów została usankcjonowana pierwszą poprawką do statutu MFW, uchwaloną 31 maja 1968 r. Nabrała ona mocy obowiązującej po ratyfikowaniu jej przez kraje członkowskie dysponujące 80% głosów, co nastąpiło 28 lipca 1969 r. Pierwsze SDR-y były wyrażone w jednostkach monetarnych o parytecie 0,888671 grama złota, a więc równym parytetowi dolara amerykańskiego (1 SDR = 1 USD), ale nie podlegały wymianie na złoto. Od lipca 1974 r. wartość SDR-ów oparto na koszyku 16 walut krajów członkowskich MFW, których udział w handlu światowym był większy niż 1%. Z kolei od 1 stycznia 1981 r. do końca grudnia 1998 r. podstawę wartości SDR-ów stanowił koszyk pięciu walut: dolara amerykańskiego, marki niemieckiej, jena japońskiego, franka francuskiego i funta szterlinga – największych eksporterów dóbr i usług wśród krajów świata. Ich udział w koszyku podlegał weryfikacji w okresach pięcioletnich (tj. w 1981, 1986, 1991, 1996). Od 1 stycznia 1999 r. skład koszyka SDR został ponownie zmieniony w związku z wprowadzeniem euro, a od 1 października 2016 r. włączono chińskiego juana z trzecim pod względem wielkości udziałem (za dolarem amerykańskim i euro, a przed jenem i funtem szterlingiem).

5 Porozumienie Smithsoniańskie, w literaturze zwane również „waszyngtońskim", zakładało, że władze amerykańskie nie miały na celu zachwiania mechanizmów systemu z Bretton Woods, a jedynie wymuszenie poprawnej wyceny dolara w stosunku do innych walut.

na inne waluty) został jednak zmuszony do przeprowadzania kolejnej dewaluacji swojej waluty. W tym samym czasie na trzy tygodnie zostały zamknięte oficjalne rynki wymiany walut w Europie i Japonii. W związku z tym od marca 1973 r. przyjęto zasadę utrzymywania płynnych kursów walut, kształtujących się pod wpływem podaży i popytu. Rozpad systemu z Bretton Woods nastąpił w wyniku decyzji o rezygnacji z utrzymywania stałych kursów walutowych, podjętej 19 marca 1973 r. przez USA, Wielką Brytanię, Japonię, Kanadę oraz Szwajcarię.

W styczniu 1976 r. w Kingston na Jamajce zaprezentowano projekt reformy systemu, co było równoznaczne z oficjalnym załamaniem się standardu waluty dolarowo-złotej[6]. Zmiany w systemie walutowym weszły w życie 1 kwietnia 1978 r., kiedy to uprawomocniła się druga poprawka do statutu MFW. Poprawka ta legalizowała istniejącą praktykę w dziedzinie wymiany walut i umocniła kontrolę Funduszu nad nimi oraz wskazywała kierunki dalszych zmian. Kraje członkowskie mogły stosować takie zasady polityki walutowej, jakie uznały za najbardziej odpowiednie w swojej sytuacji, ale pod nadzorem MFW.

Zgodnie z nowymi regułami opracowanymi przez Fundusz kraj członkowski mógł:

- oprzeć wartość swojej waluty na SDR-ach lub innej jednostce monetarnej,
- przyłączyć się do zbiorowych porozumień walutowych (ich uczestnicy opierali wartość swoich walut na walucie lub walutach innych uczestników tych porozumień),
- przyjąć inny system kursu waluty.

W ramach nowych postanowień w 1978 r. zniesiono oficjalną cenę złota, a głównym środkiem gromadzenia rezerw i wyrównywania nierównowagi bilansów płatniczych ustanowiono SDR[7] [Białecki, Dorosz, Januszkiewicz, 1993, s. 263].

Trzecia zmiana statutu MFW została przyjęta oficjalnie 11 listopada 1992 r. na mocy uchwały Funduszu z 28 czerwca 1990 r. Przewidywała ona możliwość zawieszenia kraju członkowskiego przez organ plenarny – Radę Gubernatorów, większością 70% ogólnej liczby głosów państw członkowskich uprawnionych do głosowania, gdy nie wywiązywał się on ze swoich zobowiązań wobec Funduszu.

---

6 Szerzej pisze o tym Dominik Skopiec w rozdziale 10 niniejszej monografii.

7 MFW przydziela SDR-y krajom członkowskim proporcjonalnie do kwoty ich udziału w kapitale zakładowym. Zastosowanie SDR-ów jest szerokie – mogą służyć do zakupu walut, regulowania odsetek i prowizji od kredytów czy dokonywania wpłat z tytułu podwyższenia kapitału zakładowego. SDR-y są także jednostką rozrachunkową MFW, co oznacza, że Fundusz przeprowadza z ich udziałem ewidencję, transakcje i operacje. Państwa członkowskie MFW mogą wykorzystywać SDR-y do wyrównywania deficytów bilansów płatniczych, zawierać w nich transakcje terminowe (np. *forward*, *swap*), udzielać pożyczek, przeznaczać je na darowizny oraz regulować swoje zobowiązania.

7.5. Stopy procentowe i agregaty pieniężno-kredytowe jako identyfikatory ewolucji antyinflacyjnej polityki pieniężnej

Rozwój procesów stagnacyjnych ujawnił nieefektywność walki z inflacją poprzez wzrost stopy bezrobocia. Spór toczył się między zwolennikami ekonomii keynesowskiej, skoncentrowanymi na stronie popytowej (poszukującymi kompromisu między rozwojem koniunktury a stabilizacją cen), a przedstawicielami nurtu ekonomii monetarystycznej, propagującymi regulowanie strony podażowej w gospodarce (opowiadających się za bezwzględną walką z inflacją, niezależnie od krótkookresowych skutków w dziedzinie koniunktury i zatrudnienia) [Bednarczyk, 1990, s. 16–30; Bartkowiak, 2013].

Podejście popytowe odnajdujemy np. w koncepcji luki produktu narodowego (*GNP Gap*) Arthura Okuna, w nurcie polityki dochodowej opartej na podatkach (*tax-based income policy*) i grupie jej licznych zwolenników, takich jak: Sidney Weitraub i Marvin Goodstein [1983] oraz Henry Wallich, Francis Bator, Stephen Rousseas, Lewis Seidman, a także w teorii luki płacowej Michaela Bruno i Jeffreya Sacha [1985].

Podejście podażowe koncentrowało się na ograniczeniu podaży pieniądza i wydatków w ramach sektora publicznego (deficytu budżetowego), podwyżce stóp procentowych, redukcji opodatkowania oraz innych rozwiązaniach bliskich szkole neoklasycznej (monetarystycznej). Jednocześnie jego zwolennicy akceptowali recesję gospodarczą, uznając ją za możliwy etap przy dochodzeniu do stabilizacji cen. To monetarystyczne podejście było popierane również przez tzw. ekonomię strony podażowej (*supply-side economics*) [Wanniski, 1978; Gilder, 1981; Canto, Joines, Laffer, 1983] mimo odrębnego stanowiska w kwestii postrzegania recesji gospodarczej.

Można więc stwierdzić, że polityka antyinflacyjna przeszła swoistą ewolucję: od słabo skutecznej polityki stosowania wzrostu stóp procentowych jako narzędzia zwalczania inflacji, utrzymującej się mniej więcej do początku lat 70. XX w., po skuteczne narzędzia regulowania podaży (po I kryzysie energetycznym z lat 1974–1975) i wprowadzenie w latach 1974–1976 praktyki publicznego ogłaszania limitów wzrostu agregatów pieniężno-kredytowych na nadchodzący okres (najczęściej razem z przedstawianiem ustaw budżetowych) [Bednarczyk, 1990, s. 73–74].

Polityka wzrostu stóp procentowych zyskiwała na znaczeniu wraz ze wzrostem poziomu inflacji (CPI) na przełomie lat 50–70., osiągającej maksymalne wartości w 1981 r., kiedy nominalne długoterminowe stopy procentowe wyniosły np. w 10,1% w Niemczech, 13,9% w USA, 14,9% w Wielkiej Brytanii czy 16,3% we Francji [OECDStat, 2022].

Z analizy tendencji kwartalnych nominalnych długo- i krótkoterminowych stóp procentowych[8] oraz inflacji (CPI) w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Francji oraz w Japonii w latach 1960–2006 (wykres 7.4) wynika, że w większości przypadków poziom nominalnych długoterminowych stóp procentowych był wyższy niż poziom nominalnych krótkoterminowych stóp procentowych. W krajach, w których poziom inflacji przewyższał 5% i wykazywał silną amplitudę wahań, utrzymywały się wyższe stopy procentowe oraz wysoka zależność zmian krótko- i długoterminowych stóp procentowych od zmian inflacji. W analizowanym 45-letnim okresie można wyróżnić dwie fazy: wzrostową (od I kw. 1960 r. do III kw. 1981 r.) oraz spadkową (od IV kw. 1981 r. do III kw. 2006 r.).

W przypadku Stanów Zjednoczonych niemal w całym analizowanym okresie (1960–2006) długoterminowe stopy procentowe przewyższały krótkoterminowe stopy. Można jednak wskazać również okresy gwałtownego wzrostu inflacji, w których nominalne krótkoterminowe stopy procentowe przewyższały wartość stóp długoterminowych. Miało to miejsce w kilku okresach: od I kw. 1966 r. do II kw. 1967 r. przy wzroście CPI do 3,7%, następnie od II kw. 1968 r. do II kw. 1970 r. (CPI: 6,0%), od II kw. 1973 r. do I kw. 1975 r. (CPI: 11,4% w III kw. 1974 r.), a także od IV 1978 r. do IV kw. 1981 r. (CPI: 14,5% w II kw. 1980 r.), od I kw. 1989 r. do I kw. 1990 r. oraz od III kw. 2000 r. do I kw. 2001 r. (przy CPI wynoszących 5,2% oraz 3,8%).

W Wielkiej Brytanii nominalne długoterminowe stopy procentowe były z reguły wyższe od krótkoterminowych stóp procentowych. Jednakże zachowanie tych stóp, podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, było zależne od poziomu i dynamiki inflacji (np. w okresach od I kw. 1960 r. do I kw. 1972 r. oraz od II kw. 1981 r. do III kw. 2006 r.). Obserwowany od IV kw. 1970 r. do III kw. 1980 r. gwałtowny wzrost poziomu inflacji determinował również wzrost krótkoterminowych stóp procentowych. Od II kw. 1981 r. zmiany krótko- i długoterminowych stóp procentowych oscylowały równolegle do zmian inflacji.

Z kolei niemieckie stopy procentowe wykazywały wyraźną stabilność w porównaniu ze wskaźnikami amerykańskimi, brytyjskimi czy francuskimi. Niższej inflacji towarzyszył niższy poziom nominalnych krótko- i długoterminowych stóp procentowych, które wahały się w przedziale od 5% do 10%. Podobnie jak w innych krajach kierunek zmian inflacji decydował tu o kierunku zmian nominalnych stóp procentowych [St-Amant, 1996; Vegh, 2001]. W Niemczech, tak jak w Wielkiej

[8] Kwartalne stopy procentowe publikowane przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) oraz banki centralne Niemiec i Francji. Długoterminowe stopy procentowe wyznaczone są rentownością 10-letnich obligacji rządowych, krótkoterminowe zaś rentownością 3-miesięcznych bonów skarbowych.

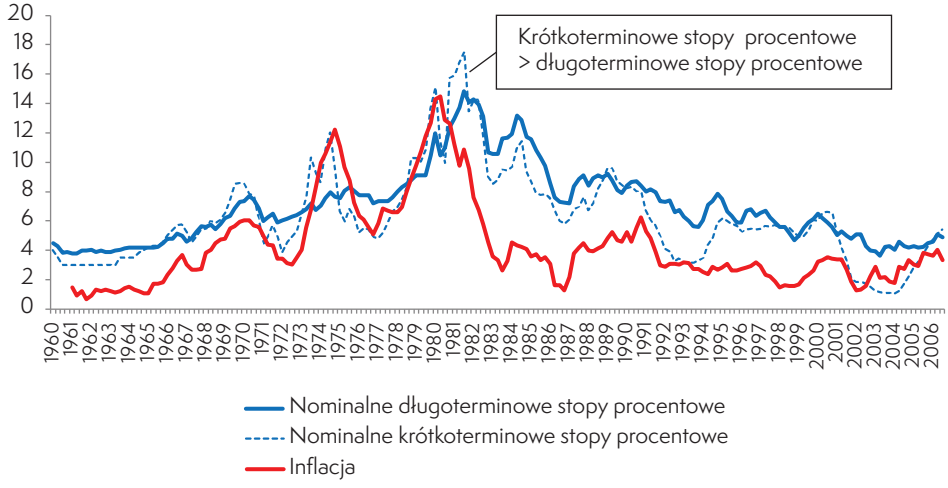
Brytanii, nominalne krótkoterminowe stopy procentowe nie przyjmowały wyższych wartości niż stopy długoterminowe, z wyjątkiem krótkiego okresu trwającego od IV kw. 1982 r. do II kw. 1993 r., kiedy to inflacja wzrosła z 3,3% do 6,1% (między II kw. 1991 r. a II kw. 1992 r.), by później spaść do 3,4% w IV kw. 1992 r.

We Francji wzrost nominalnych krótko- i długoterminowych stóp procentowych był silnie zależny od zmian inflacji. W analizowanym okresie wartości długoterminowych stóp były z reguły wyższe niż w przypadku stóp krótkoterminowych, z wyjątkiem okresu trwającego od III kw. 1973 r. do I kw. 1975 r., w którym nastąpił gwałtowny wzrost inflacji do poziomu 15% przypadający na IV kw. 1974 r.

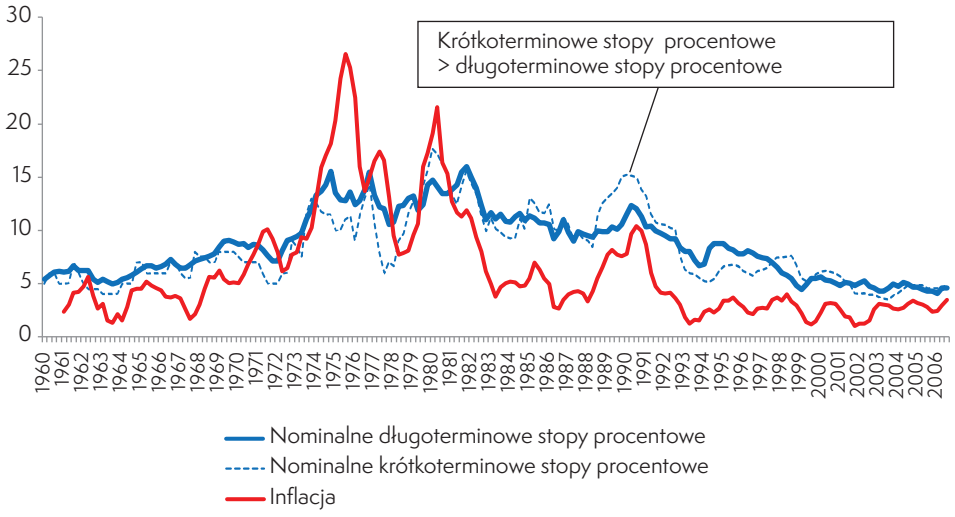
W Japonii, podobnie jak w innych krajach, zmiany stóp inflacji w decydującym stopniu określały tendencje stóp nominalnych. Okresom wysokiego wzrostu inflacji (z 5,1% w II kw. 1972 r. do 22,6% w II kw. 1997 r. i 23,5% w IV kw. 1974 r.) towarzyszyły również szybkie wzrosty krótkoterminowych stóp procentowych (z 4,3% w I kw. 1973 r. do 9,0% w IV kw. 1973 r.). W kolejnych okresach (od II kw. 1979 r. do IV kw. 1980 r.) odnotowano już niższą skalę zarówno wzrostu inflacji, jak i nominalnych krótkoterminowych stóp procentowych. Wyższe wartości stóp krótkoterminowych niż długoterminowych wystąpiły kilkukrotnie, tj. w okresach: od I kw. 1980 r. do IV kw. 1980 r., od IV kw. 1985 r. do III kw. 1986 r. oraz od IV kw. 1989 r. do I kw. 1992 r. (wykres 7.3).

Rysunek 7.3. Tendencje w zakresie kształtowania się nominalnych długo- i krótkoterminowych stóp procentowych oraz inflacji (CPI) w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Francji i Japonii w latach 1960–2006* (w %)

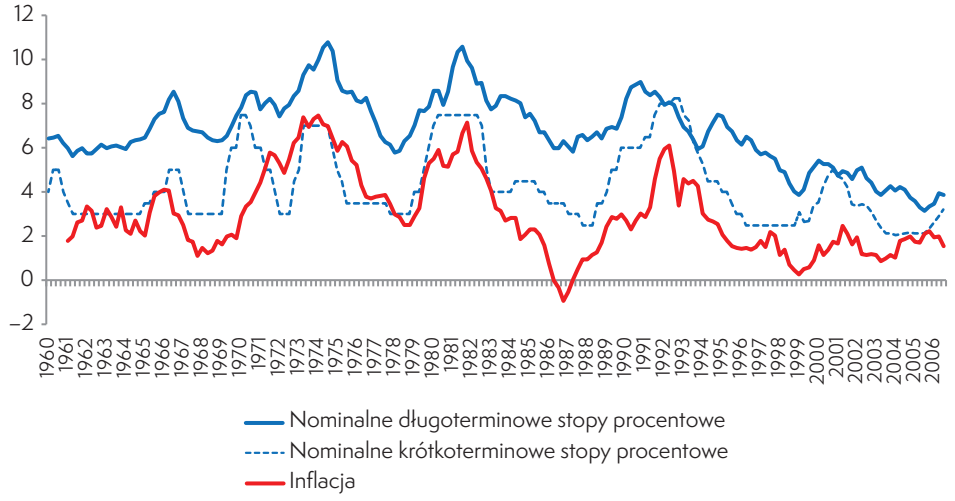
a) Stany Zjednoczone



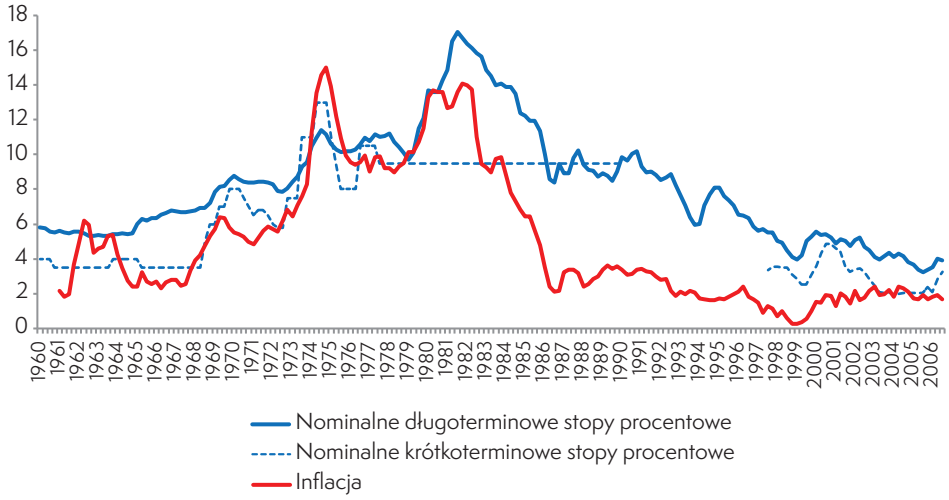
b) Wielka Brytania



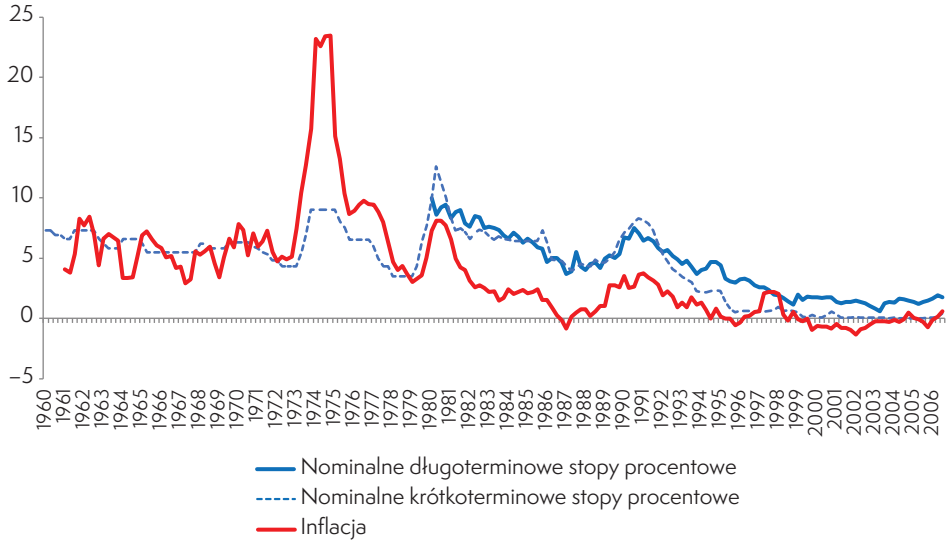
c) Niemcy



d) Francja



e) Japonia



* Dane za I kw. każdego roku.

Uwagi: długoterminowe stopy procentowe wyznaczone są rentownością 10-letnich obligacji rządowych, krótkoterminowe zaś rentownością 3-miesięcznych bonów skarbowych; w przypadku nominalnych krótkoterminowych stóp procentowych Japonii podano dane z okresu od I kw. 1980 r. do III kw. 2006 r.; dane dotyczące inflacji (CPI) obejmują okres od I kw. 1960 r. do III kw. 2006 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECDStat [2009].

Z analizy tendencji realnych długoterminowych stóp procentowych[9] w latach 1960–2005 wynika, że wykazywały one znaczne zmiany w zależności od zarówno strategii polityki pieniężnej, jak i pogłębiania się kryzysów energetycznych [Barczyk, 1997; Homer, Sylla, 2006; Böwer, Guillemineau, 2006]. W okresie tym możemy wyróżnić trzy fazy. W pierwszej kolejności można było zaobserwować fazę spadkową stóp procentowych, utrzymującą się od I kw. 1960 r. do II kw. 1979 r., w której najwyższe stopy utrzymywane były w Niemczech, szczególnie w dwóch okresach: od III kw. 1965 r. do III kw. 1969 r. (7,0% w IV kw. 1966 r.) oraz od II kw. 1972 do III kw. 1980 r. W kolejnych latach niemieckie stopy procentowe oscylowały już wokół poziomów zbliżonych do wartości notowanych we Francji i w Wielkiej Brytanii, nie wykazując już tak silnych zmian. Z kolei podczas drugiej fazy wzrostu, w okresie od III kw. 1979 r. do II kw. 1982 r., najsilniej rosnącymi stopami procentowymi były stopy amerykańskie, które podniosły się z poziomu –5,4% do +10,6%. Następnie podczas trzeciej fazy, przypadającej na okres od III kw. 1982 r. do III kw. 2006 r., zauważalny był ogólny trend spadkowy, przerywany wzrostem amerykańskich stóp procentowych w okresie od I kw. 1983 r. do II kw. 1985 r. Brytyjskie stopy procentowe wykazywały wzrost od IV 1989 r. do III kw. 1992 r., poprzedzony jednak gwałtownym spadkiem stóp procentowych do –0,3% w III kw. 1989 r. (wykres 7.4).

Przedstawione tendencje w zakresie kształtowania się realnych długoterminowych stóp procentowych świadczą o tym, że Niemcy, Wielka Brytania oraz Japonia podążały za amerykańską polityką stóp procentowych. Należy jednak zauważyć, że kraje te wykazywały się równocześnie pewną ostrożnością (autonomią) w polityce monetarnej, wynikającą z różnic w zakresie stóp inflacji i poziomu kursów walutowych wobec rynku amerykańskiego (zob. Kosztowniak, 2010, s. 98–111).

Z kolei w Stanach Zjednoczonych przezwyciężeniu dwucyfrowej inflacji miały służyć następujące regulacje:

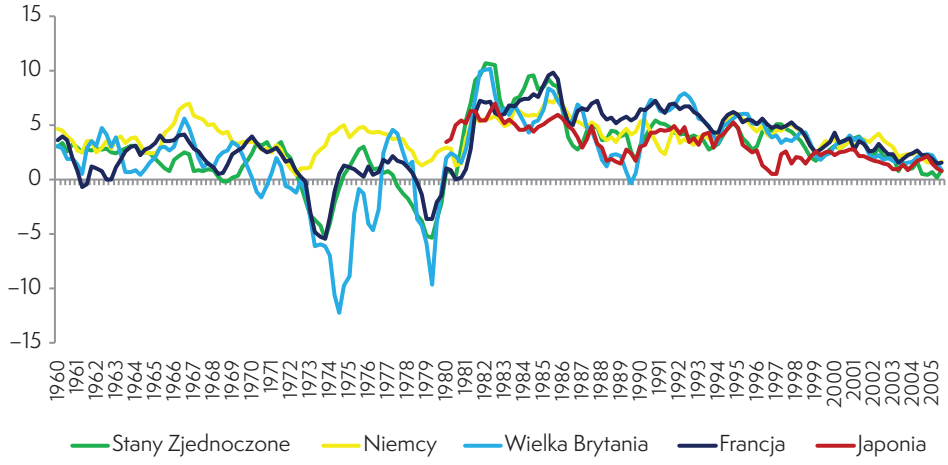
- opracowane w latach 1979–1982 tzw. nowe procedury operacyjne (*new operating procedures*), wprowadzone 6 października 1979 r. z inicjatywy ówczesnego prezesa Fed Paula Volckera, ustanawiające regulacje płynnych rezerw banków (*non-borrowed member bank reserves*), które stały się głównym narzędziem polityki pieniężnej, w tym oddziaływania na zmiany podaży pieniądza;
- ustawa o deregulacji i kontroli systemu pieniężnego (*Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*) z marca 1980 r., z jednej strony dająca zarządowi Fed większe możliwości oddziaływania na system pieniężno-kredytowy, przy wprowadzeniu obowiązku utrzymania minimalnych rezerw

[9] Realne stopy *ex ante* obliczone zostały jako różnica między kwartalnymi wartościami stóp nominalnych oraz stopami inflacji mierzącymi poziom cen konsumpcyjnych w ciągu następnych czterech kwartałów.

gotówkowych przez wszystkie banki (nie tylko banki członkowskie Fed), z drugiej zaś znosząca wiele ograniczeń w zakresie działalności depozytowej instytucji finansowych oraz oferowanego przez te instytucje oprocentowania wkładów (przez okres 6 lat) [Federal Reserve Buletin, 1980];

- istotne przesunięcia w polityce regulowania podaży pieniądza, w tym m.in. antyinflacyjny plan administracji Jimmy'ego Cartera wprowadzony w marcu 1980 r. (obniżający agregaty pieniężne), a następnie powściągliwa postawa władz pieniężnych wobec gwałtownego wzrostu popytu na kredyt po wycofaniu ograniczeń przewidzianych tym planem.

Rysunek 7.4. Tendencje w zakresie kształtowania się realnych długoterminowych stóp procentowych *ex ante* we Francji, Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Niemczech i Japonii w okresie od I kw. 1960 r. do III kw. 2005 r.* (%)



* Dane za I kw. każdego roku.

Uwagi: realne długoterminowe stopy procentowe *ex ante* dla Japonii wyliczono za okres od I kw. 1980 r. do III kw. 2005 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECDStat [2009].

Spośród wymienionych wyżej amerykańskich regulacji kluczowe znaczenie w przezwyciężeniu rosnącej inflacji miała reforma Volckera (1979). Wprowadzała ona nowy mechanizm szerszego wykorzystania rezerw banków utrzymywanych przez Fed oraz zwiększenie (uelastycznienie) posługiwania się stawką *fed funds* (*the federal funds rate*) [Walsh, 2004; Lindsley, Orphanides, Rasche, 2005, s. 1–80]. Mechanizm tzw. niepożyczonych rezerw (*non-borrowed reserves*) zakładał, że do wysokości pułapu określonego przez Fed koszt pożyczek udzielanych bankom komercyjnym ma być stały i równy stopie dyskontowej (w ramach

discount window borrowing). Powyżej tego pułapu zaczynała obwiązywać stawka *fed funds* (operacji otwartego rynku – *non-borrowed reserved*, NBR) ustalana – zgodnie z propozycją Volckera – na warunkach rynkowych zależnych od praw popytu i podaży. Tym samym zwiększono pole manewru przy ustalaniu zarówno wartości udzielanych pożyczek, jak i ich ceny po urynkowionej stawce *fed funds* [Kowalewski, 2022].

Reformy Volckera określone zostały przez Johannesa Wijnholdsa jako faktyczne zastosowanie monetaryzmu w USA, a przez Alana Greenspana (następcę Volckera w Fed) – jako najważniejszy manewr w amerykańskiej polityce pieniężnej od czasów wielkiego kryzysu z 1929 r.

7.6. Wpływ polityki pieniężnej Fed i systemu z Bretton Woods na politykę monetarną i bilanse płatnicze w gospodarce światowej

System walutowy wywiera istotny wpływ na efektywność polityki pieniężnej poprzez wzmacnianie lub osłabianie jej trajektorii. Po II wojnie światowej, w przeciwieństwie do alternatywnych systemów walutowych, systemy kursów zmiennych dawały władzom monetarnym większą swobodę w określaniu charakteru polityki pieniężnej, podczas gdy system kursów stałych wiązał się z pewnymi ograniczeniami ze względu na konieczność dokonywania interwencji na rynku walutowym w przypadku wystąpienia odchyleń kursu poza przyjęte granice.

Ocena wpływu polityki pieniężnej oraz stałych kursów walutowych w kontekście funkcjonowania sytemu z Bretton Woods i jego późniejszego załamania jest trudna z uwagi na występujące wówczas liczne uwarunkowania będące udziałem zarówno gospodarki amerykańskiej, jak i zagranicy. Ówczesnej polityce pieniężnej towarzyszyła głównie perspektywa krótko- i średniookresowa, z kolei zmianom sald bilansów płatniczych, w tym rachunku bieżącego i dochodowego, perspektywa krótko- i średnioterminowa, a w przypadku rachunku finansowego – średnio- i długoterminowa.

Niemniej, mimo wielu niekorzystnych uwarunkowań i ograniczeń, zarówno polityka pieniężna Fed, jak i cały okres funkcjonowania systemu z Bretton Woods (1944–1971) stabilizowały politykę gospodarczą pozostałych krajów rozwiniętych i rozwijających się. Choć system zmiennych kursów walutowych dawał poszczególnym państwom teoretycznie większą swobodę w doborze środków polityki pieniężnej, to specyfika zjawisk, które wystąpiły w USA (rosnący deficyt budżetowy, wysokie stopy procentowe, aprecjacja, a później deprecjacja kursu dolara

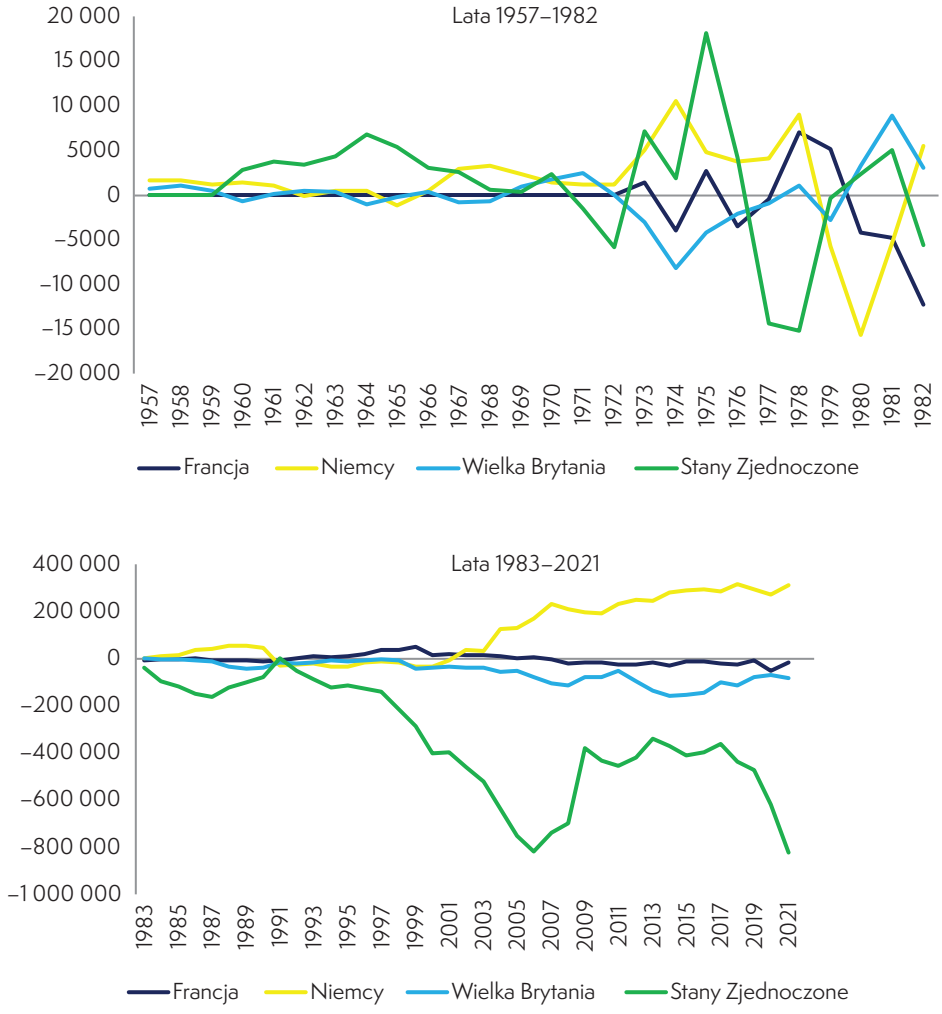
przy znacznej wielkości rynku), spowodowała, że pozostałe kraje były zmuszone podążać za rozwojem sytuacji w gospodarce amerykańskiej oraz reagować różnymi narzędziami polityki monetarnej i fiskalnej.

Po upadku systemu z Bretton Woods propagowany w latach 70–80. XX w. prowzrostowy model polityki pieniężnej musiał ewoluować w kierunku polityki antyinflacyjnej. Jej efektywność była jednak ograniczona silnymi zaburzeniami inflacyjnymi następujących po sobie kryzysów energetycznych w latach 1974–1975 i 1979–1980. Nałożenie się wielu czynników destabilizacyjnych i przenoszenie impulsów inflacyjnych w zglobalizowanej gospodarce wywołało: po pierwsze recesję na początku lat 80. XX w. (w USA wystąpiły dwie jej fazy: w styczniu 1980 r. i w sierpniu 1981 r.), po drugie zaś kryzys zadłużenia zagranicznego w 1982 r., dotykający głównie kraje rozwijające się, a także ich wierzycieli [Kosztowniak, 2009b, s. 147–162].

Zależności występujące między poziomem inflacji i stopami procentowymi (obok innych zmiennych) decydują o aprecjacji/deprecjacji kursu walutowego, wpływając na pogorszenie/poprawę konkurencyjności wymiany handlowej i przepływu kapitałów. W przypadku systemu złoto-dolarowego obwiązujący mechanizm stałych kursów stabilizował wahania rachunku bieżącego i finansowego. Związane z upadkiem systemu z Bretton Woods przejście do systemu płynnego (wielodewizowego), któremu towarzyszyły niekorzystne zjawiska monetarne i budżetowe, uwolniło natomiast swobodę wymiany handlowej i ekspansję przepływu kapitałów. Efekty te potwierdzają dane empiryczne. Zmiany sald rachunku zarówno bieżącego, jak i rachunku finansowego wykazywały względną stabilność w latach 50–60. w przeciwieństwie do burzliwego okresu lat 70. i 80. XX w. (wykresy 7.5–7.6).

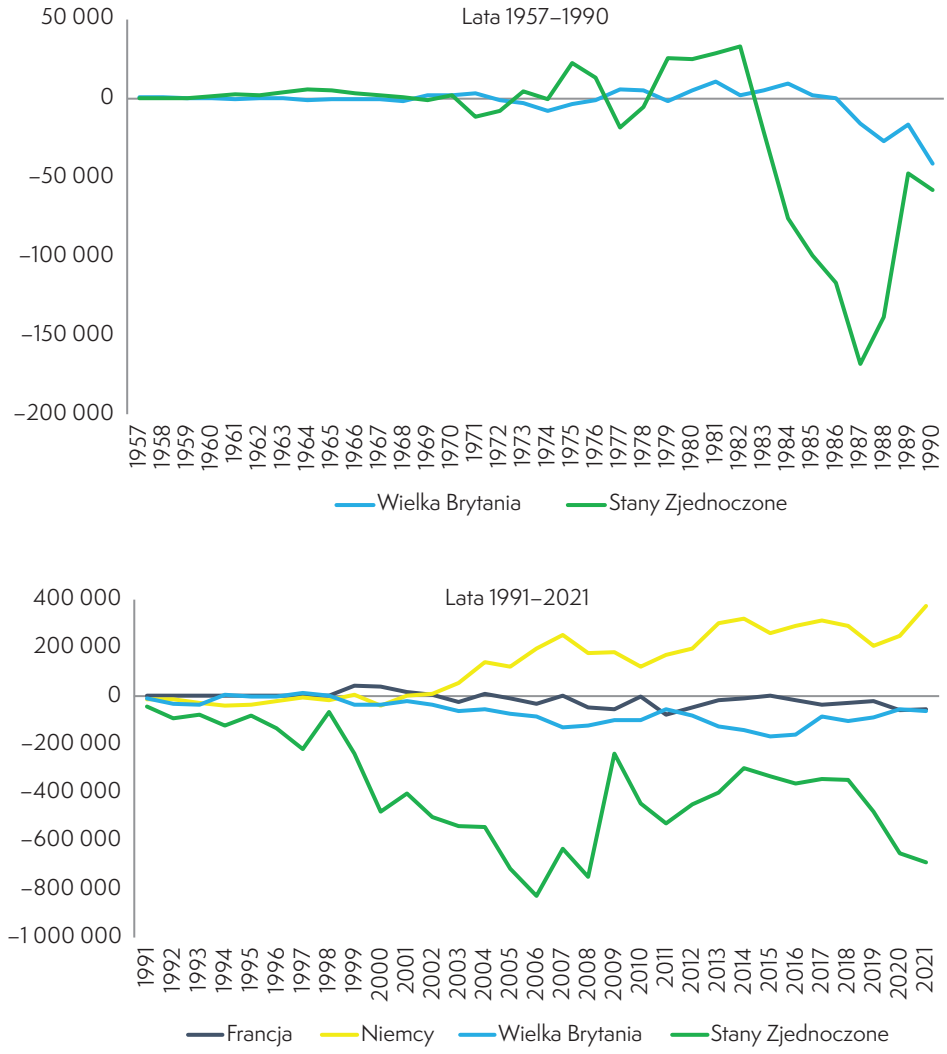
Upadek systemu z Bretton Woods wymusił zmiany w międzynarodowym systemie walutowym i stał się jedną z podstawowych przesłanek powstania współczesnego systemu wielodewizowego [Oręziak, 2005, s. 4–16]. Ten z kolei ukształtował się w szczególnie trudnym dla gospodarki i polityki światowej okresie wojny bliskowschodniej i światowego kryzysu energetycznego (lata 1973–1978). W systemie wielodewizowym w dalszym ciągu istotną pozycję zajmuje dolar amerykański, choć jest on coraz silniej wypierany przez jednostkę rozrachunkową MFW (SDR) oraz waluty państw Unii Europejskiej, w tym strefy euro (EUR).

Rysunek 7.5. Zmiany sald na rachunku bieżącym we Francji, Niemczech, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych w latach 1957–2021 (mln USD, odsezonowane)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECDStat [2022].

Wykres 7.6. Zmiany sald na rachunku finansowym we Francji, Niemczech, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych w latach 1957–2021 (mln USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECDStat [2022].

Już w 1971 r. MFW zgodnie z postanowieniami Porozumienia Smithsońskiego [Cooper, Fraser, Uselton, 1985, s. 475–476] zadecydował o rozszerzeniu przedziału wahań kursów walut z ±1% do ±2,25% wokół kursu centralnego [Szeląg, 1998, s. 14–24]. Decyzja ta spowodowała wzrost fluktuacji kursów walutowych w stosunku do okresu wcześniejszego z 2% (1% w górę lub w dół) do 4,5% (2,25% w górę lub w dół) [Pszczółka, 2006, s. 81]. Pasmo wahań kursów w tak szerokim

zakresie zostało uznane w Europie za bardzo niebezpieczne z perspektywy poprawnego funkcjonowania wspólnego rynku, w tym głównie wspólnej polityki rolnej [Nowak-Far, 2001, s. 25]. Dlatego kraje członkowskie Wspólnoty Europejskiej usiłowały stworzyć strefę wewnętrznej stabilności walutowej (tzw. wąż w tunelu – *snake in the tunnel*) poprzez określenie granic wahań kursów swoich walut (występujących w roli węża – *snake*) w stosunku do siebie i dolara amerykańskiego (stanowiących tunel – *tunnel*), o dopuszczalnym przedziale wahań wynoszącym ±1,125% [Carter, Partington, 1984, s. 338–339]. Ustalenia te znalazły się w Traktacie Bazylejskim, podpisanym w kwietniu 1972 r. przez państwa Wspólnoty oraz kraje kandydujące[10]. Wymogły one na państwach sygnatariuszach podjęcie interwencji z udziałem wewnętrznych władz monetarnych w momencie wystąpienia prawdopodobieństwa przebicia się kursu konkretnej waluty poza granice określone w układzie.

Początek funkcjonowania „węża w tunelu" stał się podstawą kształtowania w kolejnych latach mechanizmu kursów walutowych (Exchange Rate Mechanism, ERM). Częste przystępowanie do mechanizmu i występowanie z niego przez poszczególne kraje[11] [Gos, Thygesen, 1992, s. 17] nie sprzyjało jednak stabilności we wzajemnych relacjach handlowych. Dlatego też 11 marca 1973 r. kursy walut Wspólnoty w stosunku do dolara amerykańskiego zostały upłynnione (co określono jako tzw. wyjście węża z tunelu) [Żukowski, 1999, s. 50].

Usankcjonowanie swobodnego kształtowania się kursów walutowych większości krajów oraz próba uporządkowania międzynarodowego systemu walutowego (po upadku systemu z Bretton Woods) nastąpiły wraz z zawarciem porozumienia w Kingston na Jamajce w 1976 r. Powstały wówczas system można określić mianem systemu kursów płynnych kontrolowanych [Budnikowski, 2001, s. 363].

Obecnie funkcjonujący system wielodewizowy zakłada płynność kursów walutowych krajów wysoko rozwiniętych. Podstawą wymienialności waluty jest zdywersyfikowanie rezerw dewizowych, będące istotnym ułatwieniem w transakcjach między krajami. Rozwiązanie to jest znacznie bezpieczniejsze od poprzednich, ponieważ zmiany kursów walut mogą na siebie różnie wpływać, o czym decydują

10 Dania, Wielka Brytania, Irlandia oraz Norwegia, która ostatecznie członkiem Wspólnoty nie została.

11 Układ wszedł w życie 24 kwietnia 1972 r. Początkowo tworzyło go sześć państw Wspólnoty: kraje Beneluksu, Francja, Niemcy i Włochy. Następnie 1 maja 1972 r. dołączyły do nich Dania i Wielka Brytania, a 23 maja 1972 r. Norwegia – jako członek stowarzyszony. Porozumienie przetrwało w nienaruszonej formie tylko do 23 czerwca 1972 r., kiedy to Wielka Brytania podjęła decyzję o wycofaniu się z systemu. Już 27 czerwca 1972 r. w jej ślady poszła Dania, by 10 października 1972 r. przystąpić jednak z powrotem do układu. Następnie 13 lutego 1973 r. wycofały się Włochy, a 19 stycznia 1974 r. na to samo zdecydowała Francja, która powróciła jednak 10 czerwca 1975 r., aby definitywnie zrezygnować z udziału w systemie 15 marca 1976 r. Z kolei 19 marca 1973 r. jako członek stowarzyszony przystąpiła do układu Szwecja.

głównie takie czynniki jak: sytuacja ekonomiczna kraju, stan bilansu płatniczego czy jego pozycja wśród innych państw.

Niemniej, jak każdy system walutowy, system wielodewizowy ma zarówno zalety, jak i wady. Z jednej strony zwiększenie stabilności finansowej sprawia, że kryzys jednej waluty, nawet dominującej, nie powoduje zachwiania całego systemu. Wielość walut przekłada się na wzrost możliwości lokacyjnych i wpływa na dynamikę rynków finansowych. Dywersyfikacja systemu walutowego ogranicza ryzyko korzystania z określonych walut i jednostek rozrachunkowych. Z drugiej strony model ten może powodować poważne perturbacje finansowe. Każdy głębszy kryzys światowy jest w stanie wydatnie zakłócić stosunki finansowe świata. Oderwanie systemu od powszechnie akceptowanego środka wymiany, jakim było złoto, nie daje tego ostatecznego zabezpieczenia, ale też nie uzależnia od spekulacyjnych bądź wymuszonych transakcji samym złotem.

7.7. Zakończenie

System z Bretton Woods usankcjonował zasady funkcjonowania waluty dewizowo-złotej, opartej na dolarze amerykańskim i stałym kursie. Doświadczenia wyniesione z lat 40. i 50. XX w. ujawniły nierównomierne rozkładanie się płynących stąd korzyści między Stanami Zjednoczonymi a krajami Europy Zachodniej i Japonią. Duże różnice stóp inflacji, fale dewaluacji i rewaluacji oraz zmieniający się układ sił międzynarodowych w obszarze stosunków gospodarczych doprowadziły do zaburzeń na międzynarodowym rynku walutowym.

Jeżeli dany kraj stale więcej importował niż eksportował, a nie miał własnych rezerw dewizowych, wtedy musiał zwrócić się do MFW z prośbą o udzielenie pożyczki dolarowej. W praktyce oznaczało to, że kraje finansowały deficyty bilansu płatniczego własną walutą wewnętrzną za pośrednictwem dolara. W przypadku, gdy nierównowaga płatnicza danego kraju miała charakter długofalowy, a więc strukturalny, i doraźna pożyczka dolarowa jej nie zapobiegała, wtedy należało zwrócić się po dodatkowe kredyty, obwarowane koniecznością podporządkowania krajowej polityki ekonomicznej zaleceniom MFW. Stany Zjednoczone, mogły zaś pokrywać swój deficyt bilansu płatniczego przez wzrost krótkoterminowego zadłużenia bądź przez zwiększanie podaży swojej waluty narodowej, co w ówczesnych warunkach wzrastających obrotów międzynarodowych (głównie w dolarach amerykańskich) było zasadne.

Postępującemu od końca lat 60. XX w. osłabieniu dolara towarzyszyły stabilizacja, a następnie umocnienie się walut europejskich oraz jena japońskiego. W tej

sytuacji na początku lat 70. XX w. nasiliła się ucieczka od słabnącego dolara do coraz mocniejszych walut z Europy i Japonii.

Zasada zewnętrznej wymiany dolara na złoto po sztywnym parytecie spowodowała, że wraz z osłabieniem dolara banki zagraniczne żądały jego wymiany na złoto, co skutkowało znaczącymi transferami ze Stanów Zjednoczonych do Europy i Japonii. Wzrost zastosowań złota do celów przemysłowych przełożył się na szybki wzrost jego ceny rynkowej, co sprawiło, że w konsekwencji różniła się ona znacznie od ceny parytetowej. W sierpniu 1971 r. na skutek masowej wymiany dolara na złoto Stany Zjednoczone były zmuszone zawiesić wymienialność swojej waluty. Mimo zwiększenia pasma wahań kursów walutowych wokół ich parytetu (z ±1% do ±2,25%) system dolarowo-złoty nie przetrwał. Od marca 1973 r. przyjęto zasadę utrzymywania płynnych kursów walut, co oznaczało w praktyce koniec systemu z Bretton Woods.

Polityka pieniężna Fed była skuteczna do czasu ujawnienia się silnej presji inflacyjnej na początku lat 70. Różnice w celach polityki pieniężnej (Niemcy – niska inflacja, USA – pobudzenie gospodarki) doprowadziły do napięć, które zniszczyły w konsekwencji system z Bretton Woods. Rosnące potrzeby związane z nabywaniem dolara przez poszczególne kraje potęgowały wzrost podaży ich własnych walut, stymulując w konsekwencji wzrost inflacji.

Amerykańska polityka pieniężna ewaluowała od podejścia popytowego (keynesowskiego), nastawionego na wzrost gospodarczy i zatrudnienie, w kierunku podejścia podażowego (monetarystycznego), skoncentrowanego na stabilizacji poziomu cen, głównie poprzez narzędzia wzrostu stóp procentowych oraz ograniczanie dynamiki agregatów pieniężnych. Zmianom ulegała polityka antyinflacyjna: od słabo skutecznej polityki stosowania wzrostu stóp procentowych jako narzędzia zwalczania inflacji mniej więcej do początku lat 70. XX w., po skuteczne narzędzia regulowania podaży pieniądza (po pierwszym kryzysie energetycznym z lat 1974–1975) i wprowadzenie w latach 1974–1976 praktyki publicznego ogłaszania limitów wzrostu agregatów pieniężno-kredytowych na nadchodzący okres (najczęściej razem z przedstawianiem ustaw budżetowych). Polityka wzrostu stóp procentowych przybierała na znaczeniu wraz ze wzrostem stóp inflacji w latach 50–70. XX w., po ich maksymalne poziomy w 1981 r.

Mimo wielu niekorzystnych uwarunkowań i ograniczeń zarówno polityka pieniężna Fed, jak i cały okres funkcjonowania systemu z Bretton Woods stabilizowały politykę gospodarczą krajów rozwiniętych i rozwijających się. Choć system zmiennych kursów walutowych dawał poszczególnym państwom teoretycznie większą swobodę w doborze środków polityki pieniężnej, to specyfika zjawisk, które wystąpiły w USA (rosnący deficyt budżetowy, wysokie stopy procentowe, aprecjacja,

a później deprecjacja kursu dolara przy znacznej wielkości rynku), spowodowała, że pozostałe kraje były zmuszone podążać za rozwojem sytuacji w gospodarce amerykańskiej oraz reagować różnymi narzędziami polityki monetarnej i fiskalnej.

Reasumując, w przypadku systemu dolarowo-złotego obowiązujący mechanizm stałych kursów walutowych stabilizował wahania rachunku bieżącego i finansowego. Związane z upadkiem systemu z Bretton Woods przejście do systemu płynnego, któremu towarzyszyły niekorzystne zjawiska monetarne i budżetowe, uwolniło natomiast swobodę wymiany handlowej i ekspansję przepływów kapitału, a także wzrost zmienności kursów walutowych.

Bibliografia

Barczyk, R. (1997). *Główne teorie współczesnych wahań koniunkturalnych*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej.

Barczyk, R., Kąsek, L., Lubiński, M., Marczewski, K. (2006). *Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego*. Warszawa: PWE.

Bartkowiak, R. (2013). *Ekonomia rozwoju*. Warszawa: PWE.

Bednarczyk, J.L. (1990). *Polityka pieniężna przeciw inflacji. Studium gospodarki kapitalistycznej*. Warszawa: Państwowe Wydawnictwo Naukowe.

Białecki, K.P., Dorosz, A., Januszkiewicz, W. (1993). *Słownik handlu zagranicznego*. Warszawa: PWE.

Böwer, U., Guillemineau, C. (2006). Determinants of Business Cycle Synchronisation across Euro Area Countries, *EBC Working Paper Series*, 587.

Bruno, M., Sachs, J. (1985). *Economics of Worldwide Stagflation*. Cambridge: Harvard University Press.

Budnikowski, A. (2001). *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*. Warszawa: PWE.

Canto, V.A., Joines, D.H., Laffer, A.B. (1983). *Foundations of Supply-Side Economics – Theory and Evidence*. New York: Academic Press.

Carter, H., Partington, I. (1984). *Applied Economics in Banking and Finance*. Oxford: Oxford University Press.

Cooper, S.K., Fraser, D.R., Uselton, G.C. (1985). *Money the Financial System and Economic Policy*. Boston: Addison-Wesley Publishing Company.

Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D., Garber P. (2004). The Revived Bretton Woods System International Journal of Finance and Economics, *Wiley InterScience*, 9(4), s. 307–313.

Federal Reserve Buletin (1980). *The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980*.

Gilder, G. (1981). *Wealth and Poverty*. New York: Basic Books.

Gros, D., Thygesen, N. (1992). *European Monetary Integration: From the European Monetary System to European Monetary Union*. London: Longman.

Homer, S., Sylla, R. (2006). *A History of Interest Rates*. Hoboken: Wiley.

Kokoszczyński, R. (2004). *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*. Warszawa: PWE.

Kosztowniak, A. (2007). *Zadłużenie zagraniczne a rozwój gospodarczy*. Warszawa: CeDeWu.
Kosztowniak, A. (2009a). Załamanie się sytemu Bretton Woods i jego konsekwencje. W: *Od wielkiego kryzysu gospodarczego do wielkiego kryzysu finansowego. Perturbacje w gospodarce światowej w latach 1929–2009* (s. 185–196), J. Kaliński, M. Zalesko (red.). Białystok: Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku.
Kosztowniak, A. (2009b). Polityka USA na przełomie XX i XXI wieku wobec krajów rozwijających się. W: *Stany Zjednoczone. Obrona hegemonii w XX wieku* (s. 147–162), K.A. Kłosiński (red.). Lublin: Wydawnictwo KUL.
Kosztowniak, A. (2010). Zmiany realnych długoterminowych stóp procentowych i ich wpływ na bilans obrotów bieżących oraz przepływy kapitału w krajach G7 w latach 1960–2008, *Studia i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego*, 1, s. 98–111.
Kowalewski, P. (2022). Jak Stany Zjednoczone radziły sobie wcześniej z wysoką inflacją, *Obserwator Finansowy*, 21 czerwca.
Kwiatkowski, K. (2014). *System Rezerwy Federalnej*. Warszawa: Scholar.
Lindsey, D.E., Orphanides, A., Rasche, R.H. (2004). *The Reform of October 1979: How It Happened and Why*, http://research.stlouisfed.org/conferences/smallconf/lindsey.pdf (dostęp: 29.05.2022).
Nowak-Far, A. (2001). *Unia Gospodarcza i Walutowa w Europie*. Warszawa: C.H. Beck.
OECD (2009). *Main Economic Indicators. Statistics Financial Indicators*, https://stats.oecd.org (dostęp: 10.06.2022).
OECD (2022). *OECDStat*, https://stats.oecd.org (dostęp: 10.06.2022).
Oręziak, L. (2005). Dolar i euro jako waluty międzynarodowe, *Bank i Kredyt*, 3, s. 4–16.
Polański, Z. (2021). System z Bretton Woods i jego dziedzictwo, *Gazeta SGH Insight*, nr 364, s. 56–60 (wywiad przedrukowany w niniejszym tomie w części *Postscriptum*).
Pszczółka, I. (2006). *Euro a integracja europejskich rynków finansowych*. Warszawa: CeDeWu.
Rueff, J., Hirsh, F. (1965). The Role and Rule of Gold: An Argument, *Essays In International Finance*, 47.
St-Amant, P. (1996). Decomposing U.S. Nominal Interest Rates into Expected Inflation and Ex-Ante Real Interest Rates Using Structural VAR Methodology, *Bank of Canada Working Paper*, 96/2.
Szeląg, K. (1998). Wprowadzenie euro – geneza, kluczowe decyzje, aspekty prawne, *Bank i Kredyt*, 10, s. 18–19.
Vegh, C.A. (2001). Monetary Policy, Interest Rate Rules and Inflation Targeting: Some Basic Equivalences, *NBER Working Paper*, 8684.
Walsh, C.E. (2004). *FRBSF Economic Letter*, https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2004/december/october-6-1979/ (dostęp: 29.05.2022).
Wanniski, J. (1978). *The Way the World Works*. New York: Regnery Publishing.
Weitraub, S., Goodstein, M. (1983). *Reaganomics in the Stagnation Economy*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
Żukowski, P. (1999). *Euro 1999 – wspólny pieniądz europejski*. Warszawa: CeDeWu.

THE INFLUENCE OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM AND THE BRETTON WOODS SYSTEM ON MONETARY POLICY AND BALANCE OF PAYMENTS IN THE WORLD ECONOMY AT THE TURN OF THE TWENTIETH AND TWENTY-FIRST CENTURIES

Abstract

The aim of this study is to present the consequences of the impact of the monetary policy of the Federal Reserve System (the Fed) and the mechanisms of the Bretton Woods System on exchange rates and balances of payments in the United States, Great Britain, Germany, France, and Japan, as well as socio-economic conditions in other developed and developing countries in 1960–2021.

The analysis shows that despite many conditions and limitations, both the monetary policy of the Fed and the entire period of the Bretton Woods System (1944–1971) stabilised the economic policy of developed and developing countries. Although the system of variable exchange rates theoretically gave individual countries greater freedom in the selection of monetary policy measures, the specificity of the phenomena that occurred in the USA (growing budget deficit, high interest rates, appreciation and later depreciation of the dollar with a significant market size) resulted in the fact that other countries were forced to follow the developments in the American economy and react with various monetary and fiscal policy tools.

Therefore, it should be stated that in the case of the dollar-gold system, the binding mechanism of fixed exchange rates stabilised the fluctuations in the current and financial account. After the collapse of the Bretton Woods System, the transition to a liquid system – accompanied by unfavourable monetary and budgetary developments – in turn, led to the freedom of trade, the expansion of capital flows, and at the same time increased volatility of exchange rates.

Keywords: balance of payments, inflation, exchange rate, interest rates, Federal Reserve System, Bretton Woods System

JEL Classification: E4, E5, F3

Rozdział 8

KONSEKWENCJE ZMIENNOŚCI W MIĘDZYNARODOWYCH PRZEPŁYWACH KAPITAŁU I MOŻLIWE DZIAŁANIA OGRANICZAJĄCE ICH NEGATYWNE SKUTKI

Jarosław Janecki

Abstrakt

Kontrola międzynarodowego przepływu kapitału była jednym z kluczowych elementów systemu z Bretton Woods. Celem opracowania jest przedstawienie przyczyn i konsekwencji zmienności w międzynarodowych przepływach kapitału po rozpadzie wspomnianego systemu. W tym kontekście podkreślony został problem niepewności i tzw. bezpiecznej przystani. Zaprezentowano również ocenę możliwych działań ograniczających negatywne skutki szokowych zmian w międzynarodowych przepływach kapitału, takich jak np. decyzje o charakterze administracyjnym czy rynkowym. Podejmowane w ostatnich latach działania, m.in. w ramach ONZ oraz grupy krajów G20, w tym plany zinstytucjonalizowania globalnych mechanizmów zapewniania płynności, wskazują na duże zainteresowanie problemem negatywnych skutków zmienności międzynarodowych przepływów kapitałowych. Na podkreślenie zasługują m.in. takie inicjatywy jak: preferowanie przez MFW instrumentów zapobiegających zwiększonym przepływom kapitału, działania ograniczające zyskowność przeprowadzanych transakcji oraz rekomendacje dotyczące odpowiedniego rozwoju sfery instytucjonalnej w kontekście swobodnego przepływu kapitału. Przeprowadzona analiza wskazuje, że z uwagi na rolę międzynarodowych przepływów kapitałowych problematyka ta powinna być uwzględniona w ramach tworzenia nowej architektury globalnych finansów.

Słowa kluczowe: Bretton Woods, kontrola kapitału, niepewność, przepływy kapitału

Kody JEL: F21, F32, F33, F36

8.1. Wprowadzenie

Celem analizy jest przedstawienie przyczyn i konsekwencji zmienności w międzynarodowych przepływach kapitału oraz wskazanie możliwych działań ograniczających ich negatywne skutki. W obliczu dużych turbulencji w światowej gospodarce aktualne pozostaje pytanie o kształt światowej architektury finansowej. Upadek systemu z Bretton Woods przełożył się na stopniowe usuwanie barier utrudniających międzynarodowy przepływ kapitału. Wpłynęło to na zyskowność sektora finansowego i przyczyniło się do rozwoju instytucji oraz globalnych usług finansowych. Z przepływami kapitału wiążą się również negatywne efekty. Wzrost skali przepływu kapitału na rynkach finansowych może przyczyniać się do destabilizacji sytuacji makroekonomicznej. Intensywne przepływy kapitału kojarzone są zazwyczaj z chęcią inwestorów do osiągnięcia (maksymalizacji) zysków lub minimalizacji strat w przypadku pojawienia się niekorzystnych zjawisk. Należy jednak pamiętać, że na skalę przepływu kapitału wpływają również regulacje obowiązujące na danym rynku, a także sytuacja gospodarcza i finansowa kraju. Znaczenie mają także historyczne transfery kapitałowe oraz uwarunkowania instytucjonalne. Szczególna rola przypada w tym względzie Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu (MFW), którego działania, po upadku systemu z Bretton Woods, koncentrowały się na stabilizowaniu globalnej sytuacji na rynkach finansowych. Stopniowe zmiany, jakie następowały po upadku systemu z Bretton Woods, doprowadziły ostatecznie do swobodnego przepływu kapitału w latach 90. XX w. Z kolei negatywne konsekwencje, jakie związane są ze zwiększonym przepływem kapitału (szczególnie w okresach kryzysów), przyczyniły się do wprowadzania rozwiązań mających minimalizować niekorzystne efekty intensywnych przepływów kapitału lub, w sposób prewencyjny, ograniczać możliwość występowania tego rodzaju sytuacji.

Opracowanie podzielone jest na pięć części. Po wstępie, stanowiącym wprowadzenie do prezentowanej tematyki, przedstawiono ewolucję podejścia do przepływu kapitału. W trzeciej części poruszone zostały natomiast problemy związane z przyczynami i konsekwencjami nadmiernego przepływu kapitału. W tym kontekście podkreślony został również problem niepewności i „bezpiecznej przystani". W czwartej części omówiono sposoby kontrolowania przepływu kapitału, a w piątej – potencjalne działania zmierzające do przyjęcia ustaleń na miarę „nowego" Bretton Woods. Artykuł kończy podsumowanie z wnioskami odnoszącymi się do możliwych zmian w architekturze globalnych finansów, które uwzględniałyby również aspekt przepływu kapitału.

8.2. Wstęp do tematyki przepływu kapitału

Zagadnienie przepływu kapitału jest tematem, który pojawia się często w ramach dyskusji i analiz ekonomistów. Zwróćmy uwagę na jego trzy przykładowe aspekty. Po pierwsze, zagadnienie swobodnego przepływu kapitału stanowi jeden z kluczowych elementów tzw. trójkąta niespójności (niemożliwości). Zgodnie z tą koncepcją nie jest możliwe posiadanie równocześnie sztywnego kursu walutowego, niezależnej polityki pieniężnej oraz swobody przepływu kapitału[1]. Po drugie, w analizach pojawia się problem kierunku przepływu kapitału. Powinien on być transferowany z państw o wysokim stosunku nakładów kapitałowych względem wielkości produktu do państw, które charakteryzują się niskim ilorazem kapitału i produktu. Lucas [1990] zwrócił uwagę na, mniejsze od oczekiwanych, rzeczywiste przepływy kapitału z krajów rozwiniętych do rozwijających się. Podważył tym samym wnioski z analizy modelu klasycznego dotyczące kierunków przepływu kapitału (tzw. paradoks Lucasa). Wreszcie, po trzecie, to sprawa globalnego nadmiaru oszczędności (tzw. *global saving glut*), charakterystycznego głównie dla sektora przedsiębiorstw niefinansowych, oraz wynikających z tego konsekwencji (m.in. niedobór inwestycji). Ben Bernanke [2005] uważał, że gromadzenie nadmiernych oszczędności przyczyniło się do zwiększonego przepływu kapitału do Stanów Zjednoczonych oraz do głębszego, od oczekiwanego, spadku długoterminowych stóp procentowych w tym kraju w latach 2003–2007. Hipoteza Bernanke'a odbiła się szerokim echem wśród ekonomistów. Wśród jej krytyków znaleźli się m.in. Taylor [2009, 2010] czy też Yu, Fan i Wu [2015]. Wymienione kwestie to tylko przykłady niektórych ekonomicznych koncepcji i linii sporów, w których wybrzmiewa kwestia przepływu kapitału. Pamiętajmy również, że z samym natężeniem przepływu kapitału związane są również kwestie nierównowagi i kryzysów (o czym szerzej w dalszej części opracowania).

Zwróćmy uwagę, że przepływy kapitału stanowią odzwierciedlenie transakcji, które są ujmowane w rachunku bilansu płatniczego danego kraju. Termin „przepływ kapitału" obejmuje więc:

- przepływy w ramach bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI),
- portfelowe przepływy kapitału,
- przelewy migrantów do ich kraju ojczystego (*remittances*),
- przepływy kapitału w ramach międzynarodowej pomocy (*official development assistance*).

[1] Zob. napisany przez Henryka Bąka rozdział 1 w niniejszej monografii.

W zależności od stron uczestniczących w transakcji możemy rozpatrywać przepływy kapitału w szerszym znaczeniu, gdy transakcje są przeprowadzane przez banki centralne w związku z realizacją celów polityki pieniężnej, lub w węższym znaczeniu, gdy stronami transakcji są podmioty gospodarcze lub osoby indywidualne.

Przepływy kapitału mogą być wynikiem obrotu gospodarczego z zagranicą, jak również transakcji przeprowadzanych na rynku finansowym, niebędących bezpośrednim efektem decyzji przedsiębiorstw w sprawie międzynarodowego obrotu towarami (np. transakcje kupna i sprzedaży zagranicznych papierów wartościowych). W tym drugim przypadku, ważne jest rozróżnienie kapitału długoterminowego i krótkoterminowego, co może budzić pewne kontrowersje. Do kapitału długoterminowego zaliczamy wszystkie inwestycje, pożyczki i kredyty na okres dłuższy niż jeden rok. Z kolei na kapitał krótkoterminowy składają się krótkoterminowe kredyty finansowe oraz inwestycje w instrumenty o terminie zapadalności poniżej jednego roku. Zakup długoterminowych instrumentów finansowych o zapadalności powyżej jednego roku nie oznacza jednak pewności, że zainwestowany kapitał jest długoterminowy i nie odpłynie w momencie pojawienia się niekorzystnych informacji[2]. Stosowanie kryterium rodzaju instrumentu nie pozwala na jednoznaczne określenie, czy mamy do czynienia z krótko- czy długoterminowym przepływem kapitału. Krótkoterminowe przepływy kapitału kojarzone są często ze spekulacyjnymi transakcjami na rynku finansowym, które mogą prowadzić do powstawania negatywnych zjawisk w gospodarce. Spekulacyjny charakter przepływu kapitału nie musi jednak oznaczać, że jest to kapitał, który napłynął na „krótki okres" i został przeznaczony na zakup krótkoterminowych instrumentów finansowych. Napływ kapitału mógł nastąpić dużo wcześniej, problemem pozostaje natomiast możliwość jego szybkiego odpływu (na przykład za sprawą pojawienia się nieoczekiwanej informacji)[3]. Skala możliwego odpływu kapitału wynika ze stopnia zaangażowania inwestorów zagranicznych w inwestycje na danym rynku finansowym.

Krótkoterminowy charakter przepływu kapitału stanowi bardzo ważny punkt odniesienia w ocenie gospodarki (m.in. pod względem stopnia niepewności towarzyszącej podejmowaniu decyzji przez przedsiębiorców i konsumentów). W celu zminimalizowania jego negatywnych efektów decydenci wprowadzają rozwiązania, które ograniczają skalę przepływu kapitału.

---

2 Podobna sytuacja występuje w przypadku kapitału krótkoterminowego. Wielokrotne reinwestowanie zainwestowanych środków w terminie wykupu krótkoterminowych instrumentów oznacza, że mamy *de facto* do czynienia z kapitałem długoterminowym.

3 Należy również zauważyć, że negatywny aspekt słowa „spekulacyjny" wiązany jest w praktyce z chęcią osiągnięcia zysku, co może błędnie sugerować, że pozostałe transakcje przeprowadzane są w innym celu.

8.3. Ewolucja podejścia do przepływu kapitału

Kontrola przepływu kapitału stanowiła jeden z elementów składowych systemu z Bretton Woods. Po II wojnie światowej rozwiązanie to pozwoliło niektórym krajom, głównie europejskim, powstrzymać ewentualny odpływ kapitału do krajów, które nie uległy zniszczeniom. Ograniczało ono jednocześnie obawy przed dewaluacją waluty krajowej i inflacją, a także utratą rezerw dewizowych oraz pojawieniem się problemów z finansowaniem inwestycji. W efekcie kontrola kapitału stanowiła narzędzie wspomagające stabilność polityczną i gospodarczą krajów, które znajdowały się w fazie powojennej odbudowy. Dopiero odejście od systemu z Bretton Woods umożliwiło stopniową liberalizację przepływu kapitału w skali globalnej.

Temat ewentualnego zniesienia restrykcji odnoszących się do przepływów kapitałowych pojawił się jednak wcześniej. W traktacie rzymskim z 1957 r. znalazł się zapis mówiący o zniesieniu restrykcji „w stopniu koniecznym do zapewnienia właściwego funkcjonowania Wspólnego Rynku" [EWG, 1957, art. 67–72]. Nie oznaczało to jednak swobodnego przepływu kapitału, ponieważ w traktacie wyspecyfikowano możliwości jego ograniczania. Co ważne, transakcje krótkoterminowe (spekulacyjne) traktowano jako te, które wywołują niebezpieczne zakłócenia.

Początek procesu liberalizacji przepływu kapitału nastąpił w latach 70. XX w. Odejście od systemu z Bretton Woods oznaczało początek procesu „upłynniania kursów walutowych", wzrost podaży dolara, wzrost rezerw walutowych, rozwój handlu międzynarodowego, powstawanie nowych instrumentów finansowych, a także zmiany instytucjonalne przyczyniające się do zwiększenia różnorodności usług oferowanych na rynku finansowym. Wszystkie te procesy zachodziły stopniowo. Dotyczyło to szczególnie zmian legislacyjnych, które były rozłożone w czasie i objęły praktycznie prawie całe lata 70. Dopiero od 1978 r., kiedy MFW rozpoczął realizację swoich nowych zadań, można było mówić o sytuacji, w której wyraźnie zmieniło się podejście do kwestii przepływów kapitałowych.

W latach 80. miały miejsce procesy związane z globalizacją finansów, deregulacją rynków kapitałowych oraz rozwojem rynków eurowalutowych. Następowały zmiany zmierzające w kierunku ustanowienia swobodnego przepływu kapitału[4]. W 1986 r. Komisja Europejska wyszła z inicjatywą utworzenia europejskiej strefy

[4] Warto podkreślić, że wszystkim zmianom związanym z liberalizacją rynków sprzyjała rewolucja technologiczna, która przyczyniła się do obniżenia kosztów transakcyjnych i przyspieszyła wdrażanie nowych rozwiązań.

finansowej [EU Commission, 1986]. Zaprezentowano również plany wprowadzenia pełnej swobody przepływu kapitału w celu zwiększenia finansowej integracji[5].

Kryzysy lat 90. dostarczyły argumentów krytykom liberalizacji przepływów kapitałowych. Kontrola przepływu kapitału (m.in. w postaci zmiany kursów walutowych lub w ramach polityki makroekonomicznej) była wówczas stosowana w ograniczonym zakresie. Wynikało to m.in. z tego, że intensywność międzynarodowego przepływu kapitału była jednym z argumentów tłumaczących występowanie kryzysów na rynkach finansowych [Ghosh, Ostry, Qureshi, 2016; Batini, Durand, 2020]. Podejście do kontroli przepływu kapitału zaczęło z czasem ulegać zmianie. MFW jeszcze w 1997 r. opowiadał się za pełną liberalizacją rachunków kapitałowych, niedługo później jego poglądy zaczęły jednak ewoluować. W wyniku kryzysów finansowych z lat 90. przybywało przeciwników nadmiernej liberalizacji przepływów kapitałowych[6]. Po kryzysie azjatyckim (1997–1998) powołane zostało Niezależne Biuro Oceny MFW (IMF's Independent Evaluation Office, IEO). Jego celem była identyfikacja różnych rodzajów ryzyka wynikającego ze zmienności przepływów kapitałowych [IEO, 2005]. Jednocześnie w badaniach naukowych zaczęto przykładać większą wagę m.in. do bilansu kosztów i korzyści wynikających z kontroli przepływów kapitałowych[7]. Zgodnie ze stanowiskiem wyrażanym w literaturze przedmiotu celem kontroli kapitału miało stać się łagodzenie skali przepływów kapitałowych, polegające głównie na ograniczaniu odpływu kapitału w obliczu występowania zjawisk kryzysowych i zmniejszaniu napływu kapitału w okresie dobrej koniunktury [Korinek, Loungani, Ostry, 2022].

Ostatecznie globalny kryzys finansowy (*global financial crisis*, GFC) wyraźnie zmienił podejście MFW do kwestii kontroli przepływu kapitału[8]. W efekcie wprowadzenia zerowych stóp procentowych i niekonwencjonalnej polityki pieniężnej stosowanej przez kraje rozwinięte odnotowano napływ kapitału na rynki wschodzące (*emerging markets*). MFW zaczął w tej sytuacji otwarcie rekomendować stosowanie instrumentów kontroli kapitału (hamujących przepływy kapitałowe)[9] i odchodzić tym samym od preferowanej wcześniej liberalizacji rachunków kapitałowych. Działania postulowane przez MFW w okresie GFC przekształciły się

5 Dyrektywa Komisji Europejskiej 88/566/EC z 17.11.1986 r.

6 Byli nimi m.in. Bhagwati [1998] i Rodrik [1998].

7 Wskazywali na nie m.in. Caballero i Krishnamurthy [2003]. Zwracano również uwagę m.in. na efekty bilansowe przepływów kapitałowych [Calvo, 1998; Krugman, 1999].

8 Przykładem może być rynek nieruchomości. Z uwagi na ograniczony dostęp do mieszkań w niektórych krajach napływ kapitału zagranicznego może stanowić istotny problem społeczny. Z tego też powodu MFW rekomenduje prowadzenie polityki dyskryminacyjnej wobec nierezydentów (podatki od transakcji, opłaty) w sytuacji wzrostu ich udziału w sektorze nieruchomości [MFW, 2020].

9 Jak zauważają Korinek i in. [2022], w takiej sytuacji tradycyjna rekomendacja MFW dla krajów doświadczających napływu kapitału sprowadzałaby się do wykorzystania elastyczności kursu walu-

w tzw. pogląd instytucjonalny, przedstawiony w dokumencie *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View* [MFW, 2012].

Jeszcze przed wybuchem pandemii instrumenty kontroli kapitału traktowane były jako strategia ostatniej szansy [ASEAN, 2019; IEO, 2020]. Podejście to uległo zmianie w 2022 r. Korekta w poglądach MFW polegała na dopuszczaniu stosowania instrumentów zapobiegawczych (*pre-emptive*) kontroli kapitału w celu uniknięcia sytuacji, w której bardzo trudne będzie odwrócenie zauważalnych niebezpiecznych trendów [Adrian, Gopinath, Gourinchas, Pazarbasioglu, Weeks-Brown, 2022]. Mowa tu przykładowo o zagrożeniu stabilności finansowej (np. narastaniu zadłużenia zagranicznego denominowanego w walutach obcych) mimo braku gwałtownego napływu kapitału. Według MFW zapobiegawcza kontrola kapitału w odniesieniu do pożyczek walutowych może w takich sytuacjach stanowić uzupełnienie instrumentów makroostrożnościowych. Zmiany w poglądach MFW na przepływy kapitałowe spowodowały *de facto*, że narzędzia kontroli kapitału weszły do kanonu narzędzi politycznych.

8.4. Przyczyny i konsekwencje nadmiernego przepływu kapitału

Jakie są główne przyczyny nadmiernego przepływu kapitału? Często jest to efekt prowadzenia określonej polityki fiskalnej i pieniężnej (szczególnie w okresach kryzysowych) czy też skali zewnętrznego finansowania w walutach obcych. Na szczególne podkreślenie zasługuje również możliwość korzystania z inwestycji w formie „bezpiecznej przystani" w obliczu zjawisk kryzysowych oraz z operacji typu *carry trade* (o czym mowa w dalszej części rozdziału).

W procesie decyzyjnym inwestorom towarzyszy trudna w ocenie niepewność. Jest ona wyraźnie odczuwalna zwłaszcza w okresach kryzysowych (lub przedkryzysowych), w których występuje zwiększony przepływ (odpływ) kapitału. Z kolei w warunkach malejącej niepewności pojawia się większe prawdopodobieństwo napływu kapitału.

W okresach podwyższonej niepewności i globalnych problemów z płynnością jednym z możliwych do zastosowania rozwiązań jest wykorzystanie międzynarodowej jednostki rozrachunkowej MFW (*special drawing rights*, SDR). Wzrost zainteresowania SDR-ami towarzyszył występowaniu globalnych kryzysów. SDR-y

towego i zacieśniania fiskalnego. O narzędziach kontroli kapitału i środkach ostrożnościowych wspominają: Ostry i in. [2010] oraz Ostry, Ghosh, Chamon, Qureshi [2012].

były wykorzystywane w celu ustabilizowania płynności w światowym systemie finansowym[10]. Otwartą pozostaje odpowiedź na pytanie o znaczenie SDR-ów w przyszłości. W interesie Chin i innych krajów dążących do osłabienia pozycji dolara amerykańskiego wzrost znaczenia SDR-ów jest oczywiście postrzegany jako sytuacja nader korzystna.

W okresach podwyższonej niepewności obserwowany jest wzrost zainteresowania aktywami finansowymi o wysokiej wiarygodności (*flight to quality*) i płynności (*flight to liquidity*). Inwestorzy preferują wówczas lokowanie kapitału w „bezpiecznych przystaniach" (*safe haven*). Skala i kierunek przepływu kapitału traktowany jest jako punkt odniesienia (*proxy*) w ocenie skali niepewności wśród inwestorów.

Do tradycyjnych grup aktywów zaliczanych do „bezpiecznych przystani" należą instrumenty dłużne (obligacje skarbowe) najważniejszych gospodarek świata, metale szlachetne (w tym przede wszystkim złoto) oraz surowce [Baur, McDermott, 2016, s. 70–71]. Funkcję „bezpiecznych przystani" pełnią również najważniejsze międzynarodowe waluty[11]. Analizy dotyczące ich notowań w okresach kryzysów wskazują, że za „bezpieczną przystań" uznawane są przede wszystkim dolar amerykański, frank szwajcarski i jen[12]. Rola dolara amerykańskiego, jako dominującej waluty w światowym obrocie gospodarczym, praktycznie nie uległa zmianie po upadku systemu z Bretton Woods. Był on traktowany jako „bezpieczna przystań" w obliczu zjawisk kryzysowych z lat 70. i 80. [Froot, Thaler, 1990, s. 183–185], jak również podczas azjatyckiego kryzysu finansowego w latach 1997–1998 oraz kryzysu niewypłacalności Rosji w 1998 r. [Kohler, 2010, s. 39–40]. Dolar amerykański jest podstawową walutą wykorzystywaną do akumulacji światowych rezerw walutowych, odznacza się przy tym dużą wiarygodnością i zapewnia płynność zawieranych transakcji. Podobnymi do dolara amerykańskiego cechami odznacza się frank szwajcarski. Waluta ta nie jest istotna dla rezerw walutowych banków centralnych i charakteryzuje się niskim udziałem w transakcjach na międzynaro-

10 Alokacja jednostek SDR w 2009 r. pozwoliła na wzrost płynności i zwiększenie rezerw walutowych wszystkich krajów członkowskich MFW. Podobne działania miały miejsce w okresie pandemii COVID-19. Kraje członkowskie MFW mogły wykorzystać SDR-y do uzupełnienia swoich aktywów walutowych.

11 Wyniki badań wskazują ponadto, że kryptowaluty nie spełniają warunków „bezpiecznej przystani", stąd konieczność odrzucenia ich jako waluty *safe haven* [Buri, Molnar, Azzi, Roubaud, Hagfors, 2017, s. 193–197; Cheema, Faffa, Szulczyk, 2020, s. 107].

12 Fatum i Yamamoto [2014] wskazują, że podczas globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2009 do najbezpieczniejszych walut należały jen, frank szwajcarski i dolar amerykański. Hossfeld i MacDonald [2014] wskazują, że najważniejszymi walutami – „bezpiecznymi przystaniami" – są obecnie frank szwajcarski i dolar amerykański, jen odgrywa natomiast ważną rolę w przypadku transakcji typu *carry trade*.

dowych rynkach walutowych. Frank szwajcarski wyróżnia się jednak bardzo wysokim stopniem wiarygodności, wynikającym z prowadzonej przez szwajcarski bank centralny polityki pieniężnej. Z punktu widzenia zarówno Stanów Zjednoczonych, jak i Szwajcarii postrzeganie dolara amerykańskiego lub franka szwajcarskiego jako „bezpiecznej przystani" podczas kryzysów finansowych ma swoje negatywne konsekwencje. Deprecjacja waluty krajowej stanowi jednak w tej sytuacji ważny czynnik ograniczający negatywne skutki kryzysów[13].

Wpływ na zwiększone międzynarodowe przepływy kapitału w okresie kryzysów mają również operacje *carry trade* [McCauley, McGuire, 2009, s. 86–92]. Polegają one na zakupie aktywów denominowanych w walutach, które przynoszą wyższe stopy zwrotu. Transakcje finansowane są zobowiązaniem w walutach krajów o niskich stopach zwrotu (niskoodsetkowych) oraz niskim koszcie kapitału (przykład franka szwajcarskiego i jena). W sytuacji rosnącej niepewności w obliczu kryzysu inwestorzy decydują się na przeprowadzenie odwróconych transakcji *carry trade*. Zamykają wówczas pozycje wysokodochodowe i spłacają zobowiązania zaciągnięte w walutach o niskich stopach zwrotu. Mechanizm ten przyczynia się do zwiększonego napływu kapitału do walut niskoodsetkowych, które ulegają aprecjacji i stają się „bezpieczną przystanią" dla inwestorów w okresach podwyższonej niepewności.

Przepływy kapitału mogą stanowić ważne źródło zmienności na rynkach finansowych, które wiąże się z ryzykiem występowania załamań[14]. Z jednej strony swobodny przepływ kapitału może prowadzić do powstawania zjawisk kryzysowych na rynkach finansowych (takich jak np. „banki spekulacyjne" na rynku aktywów). Z drugiej strony większe natężenie przepływu kapitału (jego odpływu) może być efektem występowania sytuacji zagrażających stabilności w gospodarce lub finansach publicznych (np. gwałtownie rosnąca nierównowaga w finansach publicznych). W latach 90. cykle boomów i spadków były poprzedzone gwałtownym wzrostem przepływu kapitału na rynki wschodzące. W efekcie kończyło się to seriami kryzysów. Z taką sytuacją mieliśmy do czynienia m.in. w 1995 r. w Meksyku, w latach 1997–1998 w krajach Azji Wschodniej, w 1998 r. w Rosji, w 1999 r. w Brazylii czy też w 2001 r. w Argentynie i Turcji.

Kolejny *boom* na rynkach wschodzących został ponownie przerwany przez nagłe odwrócenie przepływu kapitału podczas globalnego kryzysu finansowego

---

13 Ogólnie rzecz biorąc, niedowartościowanie walut krajowych sprzyja osiąganiu korzyści. Sięgały po nie m.in. Japonia (lata 60. XX w.) oraz Chiny (dwie pierwsze dekady XXI w.).

14 Wyniki badań wskazują, że w latach 1980–2014 ok. 150 epizodów gwałtownego napływu kapitału miało miejsce w ponad 50 gospodarkach wschodzących. Łącznie ok. 20% tych zjawisk zakończyło się kryzysami finansowymi [Ghosh, Ostry, Qureshi, 2016].

po upadku Lehmann Brothers we wrześniu 2008 r. Od 2009 r. przepływy kapitału na rynki wschodzące notowały znów historycznie wysoki poziom. Ten wysoce cykliczny charakter przepływów kapitałowych i zwiększona częstotliwość krachów finansowych prowadzą do pytania o konsekwencje procesu globalizacji finansowej – tj. rozwoju międzynarodowych transakcji kapitałowych w ciągu ostatnich 20–30 lat.

Sprawa bezpośredniego wpływu swobodnego przepływu kapitału na gospodarkę nie jest oczywista. Okresy liberalizacji rachunków kapitałowych mają ograniczony wpływ na produkcję, wzrost średnich dochodów konsumentów czy też lepszy dostęp do źródeł kapitału dla krajowych kredytobiorców [Furceri, Loungani, Ostry, 2019]. Większa mobilność kapitału może natomiast prowadzić do pogłębiania nierówności (określanej współczynnikiem Giniego). Sytuacja taka będzie występowała w przypadku tzw. płytkich rynków finansowych (*low financial depth*) [World Bank, 2016]. W krajach o dużej głębokości finansowej liberalizacja przepływów kapitałowych prowadzi do osiągania pozytywnych efektów w postaci wzrostu dynamiki produkcji.

8.5. Sposoby kontroli przepływu kapitału

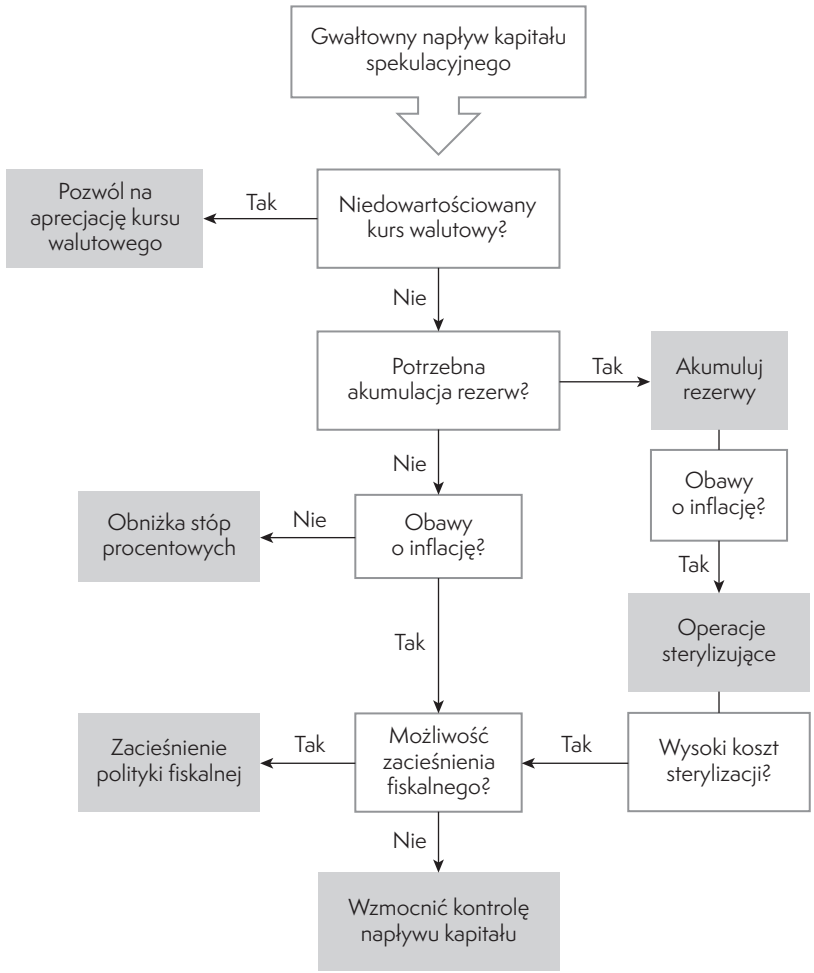
W celu ograniczenia zmienności makroekonomicznej w ramach prowadzonej polityki gospodarczej zalecane jest, aby kraje otwierające się na możliwość swobodnego przepływu kapitału wzmacniały automatyczne stabilizatory fiskalne oraz podejmowały działania na rzecz umacniania pozycji instytucji fiskalnych [Eichengreen i in., 2021]. W celu stabilizowania sytuacji makroekonomicznej w warunkach napływu lub odpływu kapitału stosuje się narzędzia powalające regulować m.in.:

- poziom kursu walutowego,
- podstawowe stopy procentowe banku centralnego,
- poziom rezerw walutowych.

Warto ponadto zwrócić uwagę na instrumenty umożliwiające wpływanie na skalę przepływu kapitału. Kontrola tego obszaru może odbywać się w ramach decyzji administracyjnych i decyzji rynkowych.

Decyzje administracyjne odnoszą się do konkretnych rodzajów transakcji lub limitów transakcyjnych (ilościowych). Mogą dotyczyć również możliwości przeprowadzania transakcji przez konkretne podmioty. Przykładem są m.in. ograniczenia stosowane wobec nierezydentów lub wprowadzanie zezwoleń na przeprowadzanie transferów kapitałowych (np. transferu zysków wygenerowanych w danym kraju).

Rysunek 8.1. Napływ kapitału – działania o charakterze stabilizacyjnym



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ostry, Ghosh, Chamon, Qureshi [2012].

Decyzje o charakterze rynkowym odnoszą się do wpływania na koszty transferów kapitałowych, a w konsekwencji na ich zyskowność z perspektywy podmiotów przeprowadzających tego rodzaju transakcje. Należy do nich zaliczyć decyzje odnoszące się do stosowania dualnego systemu kursowego lub opodatkowania transferów kapitałowych (np. podatek Tobina) [Ariyoshi i in., 2000]. Dualny system kursowy polega na stosowaniu różnych kursów walutowych w zależności od rodzaju transakcji[15]. Rozwiązania odnoszące się do opodatkowania transferów

[15] Przykładowo kurs oficjalny używany jest do przeprowadzania wybranych transakcji, w tym dotyczących inwestycji bezpośrednich, oraz do transakcji zawieranych w ramach rachunku bieżącego.

mają na celu zmniejszenie atrakcyjności inwestycji dla nierezydentów lub zniechęcenie rezydentów do inwestowania w aktywa zagraniczne. W efekcie prowadzą one do ograniczenia zarówno krótkoterminowych, spekulacyjnych transakcji, jak i długoterminowych inwestycji, co może negatywnie wpływać na skalę międzynarodowego handlu towarami i usługami, a także na koszty transakcji zabezpieczających, przeprowadzanych przez podmioty z sektora pozabankowego. Inną jeszcze formą wpływania na skalę przepływu kapitału (jego zyskowność z punktu widzenia inwestorów) jest stosowanie nieoprocentowanego depozytu obowiązkowego.

Wprowadzanie konkretnych rozwiązań w zakresie kontroli przepływu kapitału uzależnione jest od obowiązujących regulacji międzynarodowych, a także od rozwiązań krajowych. Decydują one zarówno o kosztach, jak i o wolumenie przeprowadzanych transakcji w ramach rachunku finansowego bilansu płatniczego.

8.6. Potencjalne zmiany – w kierunku nowego Bretton Woods?

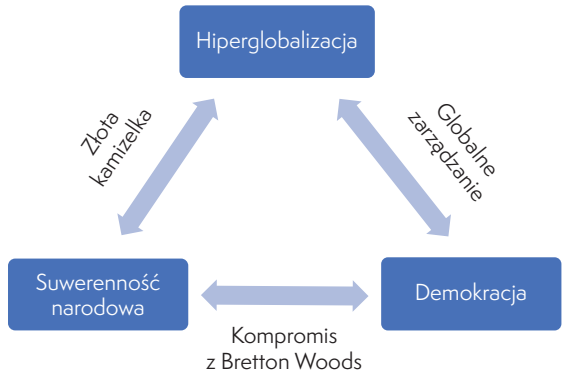
W XXI w. mamy do czynienia z napięciami związanymi z nasilającym się nacjonalizmem, dążeniem do zwiększenia suwerenności narodowej oraz wyhamowywaniem procesów globalizacji („wojny handlowe"). Promowanie przez MFW stabilnego, międzynarodowego systemu finansowego nie powiodło się. Globalny krajobraz gospodarczy daleki jest od doskonałości. Nadal mamy do czynienia z problemami dotyczącymi nadmiernego zadłużenia czy też występowaniem kryzysów finansowych. Dembinski [2011] zwraca uwagę na rosnące uprzywilejowanie przez światowy rynek finansowy transakcji kosztem relacji. Nadmierna finansjalizacja gospodarki i wzrost roli instytucji finansowych w gospodarce sprzyja pojawianiu się krytycznych głosów wobec swobodnego przepływu kapitału w skali globalnej. Rodrik [1998] argumentuje, że mogłoby to doprowadzić do sytuacji, w której gospodarki stałyby się „zakładnikami kaprysów i fantazji dwudziestu trzydziestolatków w Londynie, Frankfurcie i Nowym Jorku".

Wszystko to sprawia, że pojawia się pytanie, czy nie należy zastanowić się nad globalnymi zmianami w architekturze globalnych finansów oraz działaniami wzmacniającymi zaufanie do rynków kapitałowych, w tym również odnoszących się do przepływu kapitału. Od pewnego czasu mamy do czynienia z próbami podej-

Z kolei kurs nieoficjalny stosowany jest do rozliczania transakcji odnoszących się do przepływów finansowych.

mowania tego rodzaju działań. Przykładowo tematykę przywrócenia międzynarodowej stabilności finansowej poruszano m.in. w listopadzie 2008 r. w ramach Reinventing Bretton Woods Committee[16]. Należy podkreślić, że w krajach G20 dyskutowane są plany działań zmierzających w kierunku zinstytucjonalizowania globalnych mechanizmów zapewniania płynności. Podnoszony jest również pomysł inwestowania przez banki centralne części swojej płynności zewnętrznej w papiery wartościowe MFW. W efekcie następowałoby przenoszenie nadwyżek oszczędności do gospodarek potrzebujących finansowania. Rola MFW polegałaby w tym przypadku na zapewnieniu skoordynowanej płynności krajom, które doświadczają gwałtownego odpływu kapitału w wyniku nieoczekiwanych, globalnych wstrząsów.

Rysunek 8.2. Trylemat Rodrika



Źródło: Rodrik [2012].

Warto zwrócić również uwagę na stworzoną przez ONZ *Agendę 2030* [Correia, Erfurth, Bryhn, 2018], która stanowi program analogiczny do tego opracowanego w Bretton Woods. W odróżnieniu od porozumienia z 1944 r. główne ustalenia powinny obejmować jednak aktualne problemy. Gallagher i Kozul-Wright [2022] uważają, że są to m.in. kwestie dotyczące wspierania krajów ograniczających emisję CO_2 oraz rozwijania niskoemisyjnych inwestycji. Wśród tematów, na które należy zwrócić uwagę, wymienia się również przeciwdziałanie czynnikom sprzyjającym intensywnemu przepływowi kapitału. Ważne są także działania umożliwiające redukcję negatywnych skutków zwiększonego przepływu kapitału.

16 Poruszano wówczas tematy dotyczące m.in. regulacji finansowych, nadzoru, roli Forum Stabilności Finansowej (Financial Stability Forum, FSF), pożyczkodawcy ostatniej instancji dla gospodarek wschodzących, globalnej nierównowagi, reżimów kursowych.

Wprowadzanie rozwiązań, które przyczyniają się do ograniczania zyskowności przeprowadzanych transakcji, powoduje adekwatną reakcję inwestorów. Sprzyja temu istnienie uprzywilejowanych centrów finansowych *offshore*, które funkcjonują dzięki przyzwoleniu ze strony rządów. W efekcie wprowadzanie rozwiązań, w tym podatkowych, staje się nieefektywne [Pruski, 1999]. Wyniki badań naukowych potwierdzają hipotezę o konieczności odpowiedniego rozwoju sfery instytucjonalnej. W innym przypadku proces liberalizacji może stać się źródłem negatywnych efektów. Wprowadzenie liberalizacji rachunków kapitałowych bez odpowiedniego przygotowania instytucjonalnego Stiglitz [2000] porównuje do „włożenia silnika wyścigowego do starego samochodu i wyruszenia w drogę bez sprawdzania opon i szkolenia kierowcy".

MFW proponuje szereg rozwiązań mających na celu zmniejszenie podatności na zagrożenia wynikające z finansowania zewnętrznego i pozabankowego, a także wzmocnienie narzędzi zarządzania kryzysowego. Na szczególne podkreślenie zasługują następujące działania:

- ograniczanie narastania niedopasowań walutowych przedsiębiorstw niefinansowych (*currency mismatches*),
- rozwijanie rynków zabezpieczeń walutowych na poziomie krajowym i regionalnym w celu umożliwienia zarządzania ryzykiem walutowym (*crisis management tools*),
- pogłębianie rynku długu w walucie lokalnej i poszerzanie bazy inwestorów krajowych,
- ograniczanie słabych punktów niefinansowej działalności instytucji finansowych, w tym problemów związanych z niedopasowaniem płynności w otwartych funduszach inwestycyjnych.

Szczególną wagę do problemów związanych z przepływami kapitału przykładają władze krajów rozwijających się, które korzystają z dostępnych narzędzi zarządzania kryzysowego w celu zmniejszenia presji, jaka pojawia się lub może się pojawić na lokalnych rynkach obligacji walutowych i powstrzymać odpływ kapitału.

8.7. Zakończenie

Stworzenie nowej architektury globalnych finansów wydaje się nieuchronne. W świecie finansów potrzebne jest porozumienie w sprawie podstawowych problemów, jakie pojawiają się podczas kolejnych kryzysów. Z uwagi na wyzwania związane z okresem pandemii COVID-19, czy też wybuchem wojny w Ukrainie

sytuacja wielu krajów ulegnie pogorszeniu. Wzrośnie przy tym zarówno ich nierównowaga wewnętrzna, jak i zewnętrzna, co będzie sprzyjało gwałtowniejszym przepływom kapitału.

W odróżnieniu od konferencji z Bretton Woods trudno oczekiwać, że dojdzie do jednego spotkania podczas którego ustalone zostaną wszystkie kluczowe sprawy dotyczące rynków finansowych. Mamy do czynienia z procesem formowania się w sposób dyskrecjonalny nowych rozwiązań, które znajdą zapewne zastosowanie w skali globalnej. W jakim kierunku powinny zatem zmierzać te zmiany? Oczywiście możliwe jest podejmowanie wymienionych wcześniej dostępnych już rozwiązań, w tym korzystanie z instrumentów zapobiegających zwiększonym przepływom kapitału oraz rozwiązań wpływających na zyskowność przeprowadzanych transakcji. Niezbędne są również działania ograniczające transfer kapitału do uprzywilejowanych centrów finansowych *offshore*.

Ponadto należy również podkreślić znaczenie polityki makroostrożnościowej, mającej na celu zwiększenie stabilności i odporności sektora bankowego (np. regulacje dotyczące dostępności kredytu, regulacje kapitałowe). W tym kontekście ważne jest uwzględnianie w przeprowadzanych analizach zmiany wartości kapitału zagranicznego w gospodarce oraz dokonywanie oceny konsekwencji większego napływu lub odpływu kapitału dla gospodarki i rynków finansowych, m.in. poprzez uwzględnienie przepływu kapitału w procedurze oceny zakłóceń równowagi makroekonomicznej (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP)[17].

W kwestii problemów związanych z przepływami kapitału rola MFW pozostaje jednak nadal kluczowa. Z uwagi na konsekwencje związane z ryzykiem zarówno odpływu kapitału, jak i jego napływu MFW przykłada coraz większą wagę do zarządzania przepływami kapitału, stosowania instrumentów zapobiegających zwiększonym przepływom kapitałowym oraz działań ograniczających zyskowność przeprowadzanych transakcji.

Przedstawiona analiza wskazuje, że międzynarodowe przepływy kapitału powinny pozostać w sferze zainteresowań instytucji odpowiedzialnych za stabilność finansową gospodarek. Potencjalne zmiany w funkcjonowaniu globalnych rynków finansowych powinny obejmować również tę problematykę.

[17] Celem MIP jest wczesna identyfikacja potencjalnych zagrożeń makroekonomicznych. Procedura ta ma zapobiec powstawaniu szkodliwych zakłóceń równowagi makroekonomicznej.

Bibliografia

Adrian, T., Gopinath, G., Gourinchas, P.O., Pazarbasioglu, C., Weeks-Brown, R. (2022). Why the IMF is Updating its View on Capital Flows, *IMF Blog*, 30 March 2022.

Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Otker-Robe, I., Canales-Kriljenko, J.I., Kirilenko, A. (2000). *Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls*. Washington: IMF.

ASEAN (2019). *Capital Account Safeguard Measures in the ASEAN Context*. ASEAN Working Committee on Capital Account Liberalization.

Batini, N., Durand, L. (2020). Analysis and Advice on Capital Account Developments: Flows, Restrictions and Policy Toolkits, *IEO*, BP/20–02/03.

Baur, D.G., McDermott, T.K.J. (2016). Why Is Gold a Safe Haven?, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 10(6), s. 63–71.

Bernanke, B.S. (2005). *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit (Remarks At the Sandridge Lecture)*. Richmond: Virginia Association of Economists.

Bhagwati, J. (1998). The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars, *Foreign Affairs*, May/June.

Bianchi, J. (2011). Overborrowing and Systemic Externalities in the Business Cycle, *American Economic Review*, 101(7), s. 3400–3426.

Buri, E., Molnar, P., Azzi, G., Roubaud, D., Hagfors, L.I. (2017). On the Hedge and Safe Haven Properties of Bitcoin: Is It Really More than a Diversifier?, *Finance Research Letters*, 20, s. 192–198.

Caballero, R.J., Krishnamurthy, A. (2003). Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance, *Journal of Finance*, 58(2), s. 867–893.

Calvo, G. (1998). Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops, *Journal of Applied Economics*, 1, s. 35–54.

Cheema, M.A., Faff, R., Szulczyk, K.R. (2020). The 2008 Global Financial Crisis and COVID-19 Pandemic: How Safe Are the Sfe Haven Assets?, *Covid Economics Vetted and Real-Time Papers*, 34, s. 88–115.

Correia, F., Erfurth, P., Bryhn, J. (2018). *The 2030 Agenda: The Roadmap to GlobALLizaton*, https://www.un.org/development/desa/publications/working-paper/wp156 (dostęp: 16.05.2022).

Dembinski, P.H. (2011). *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*. Warszawa: Studio Emka.

Eichengreen, B., Csonto, B., El-Ganainy, A., Koczan, Z. (2021). Financial Globalization and Inequality: Capital Flows as a Two-Edged Sword, *IMF Working Paper*, 252.

EU Commission (1986). *Programme for the Liberalization of Capital Movements in the Community*, COM(86)292 final.

EWG (1957). *Traktat ustanawiający Europejską Wspólnotę Gospodarczą*.

Fatum, R., Yamamoto, Y. (2014). Intra-Safe Haven Currency Behavior during the Global Financial Crisis, *Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, 199.

Froot, K., Thaler, R. (1990). Anomalies: Foreign Exchange, *Journal of Economic Perspectives*, 4(3), s. 179–192.

Furceri, D., Loungani, P., Ostry, J.D. (2019). The Aggregate and Distributional Effects of Financial Globalization, *VoxEU CEPR*.

Gallagher, K.P., Kozul-Wright, R. (2022). *The Global Economic System Is in Dire Need of an Overhaul*, https://www.aljazeera.com/opinions/2022/2/21/it-is-time-for-a-new-bretton-woods-moment (dostęp: 16.05.2022).

Ghosh, A., Ostry, J.D., Qureshi, M. (2016). When Do Capital Inflow Surges End in Tears?, *American Economic Review*, 106(5), s. 581–585.

Hossfeld, O., MacDonald, R. (2015). Carry Funding and Safe Haven Currencies: A Threshold Regression Approach, *Journal of International Money and Finance*, 59, s. 185–202.

IEO (2005). *Evaluation Report on the IMF's Approach to Capital Account Liberalization*.

Koepke, R., Paetzold, S. (2020). Capital Flow Data – A Guide for Empirical Analysis and Real-Time Tracking, *IMF Working Papers*, WP/20/171.

Kohler, M. (2010). Exchange Rates during Financial Crises, *BIS Quarterly Review*, March, s. 39–50.

Korinek, A., Loungani, P., Ostry, J.D. (2022). A Welcome Evolution: The IMF's Thinking on Capital Controls and Next Steps, *VoxEU CEPR*.

Krugman, P. (1999). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. W: *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert P. Flood Jr* (s. 459–472), P. Isard, A. Razin, A.K. Rose (Eds). Boston–Washington: Kluwer Academic, IMF.

Lucas, R.E. (1990). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?, *The American Economic Review*, 80(2), s. 92–96.

McCauley, R.N., McGuire, P. (2009). Dollar Appreciation in 2008: Safe Haven, Carry Trades, Dollar Shortage and Overhedging, *BIS Quarterly Review*, December, s. 85–93.

MFW (2012). *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The- Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-An-Institutional-View-PP4720 (dostęp: 16.05.2022).

MFW (2020). *IMF Advice on Capital Flows. Evaluation Report*, https://ieo.imf.org/en/ourwork/Evaluations/Completed/2020–0930-imf-advice-on-capital-flows (dostęp: 16.05.2022).

Ostry, J., Ghosh A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M., Reinhardt, D. (2010). Capital Inflows: The Role of Controls, *IMF Staff Position Note*, 10/04.

Ostry, J., Ghosh, A., Chamon, M., Qureshi, M. (2012). Tools for Managing Financial-Stability Risks from Capital Inflows, *Journal of International Economics*, 88(2), s. 407–421.

Pruski, J. (1999). Skuteczność kontroli rachunku obrotów kapitałowych bilansu płatniczego w Chile (1990–1998), *Bank i Kredyt*, 7–8, s. 72–83.

Rodrik, D. (1998). Who Needs Capital Account Convertibility?, *Essays in International Finance*, 207, s. 55–65.

Rodrik, D. (2012). Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist. Oxford: Oxford University Press.

Stiglitz, J. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability, *World Development*, 28(6), s. 1075–1086.

Taylor, J.B. (2009). The Financial Crises and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong, *NBER Working Paper*, 14631.

Taylor, J.B. (2010). The Fed and the Crisis: A Reply to Ben Bernanke, *Wall Street Journal*, January 11.
World Bank (2016). *Financial Depth*, https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-depth (dostęp: 16.05.2022).
Yu, Q., Fan, H., Wu, X. (2015). Global Saving Glut, Monetary Policy, and Housing Bubble: Further Evidence, *Brookings Research*, July 10.

CONSEQUENCES OF VOLATILITY IN INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS AND POSSIBLE ACTIONS TO BE TAKEN TO LIMIT THEIR NEGATIVE EFFECTS

Abstract

Under the Bretton Woods System, the control of international capital movements was one of its key elements. The aim of this paper is to present the causes and the consequences of volatility in international capital flows following the collapse of the Bretton Woods System.

The problem of uncertainty and the "safe haven" in the context of capital flows was emphasised. Moreover, an assessment of possible actions limiting the negative effects of shock changes in international capital flows was presented, such as administrative decisions relating to specific types of transactions or transaction limits and market decisions affecting the costs of capital transfers. Actions taken in recent years within the UN and the G20, including plans to institutionalise global mechanisms for providing liquidity, indicate a great interest in the problem of the negative effects of volatility of international capital flows. It is worth emphasising, among others, the IMF's preference for instruments preventing increased capital flows, activities limiting the profitability of transactions, and recommendations regarding the appropriate development of the institutional sphere in the context of the free movement of capital.

The findings show that due to the role of international capital flows, this issue should be taken into account in the construction of the new global finance architecture.

Keywords: Bretton Woods, capital control, uncertainty, capital flows

JEL Classification: F21, F32, F33, F36

Rozdział 9

STABILNOŚĆ SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH W GOSPODARCE OTWARTEJ WOBEC WSPÓŁCZESNYCH ZJAWISK KRYZYSOWYCH W ŚWIETLE DOŚWIADCZEŃ SYSTEMU Z BRETTON WOODS

Krzysztof Jarosiński

Abstrakt

W II dekadzie XXI w. pojawiło się wiele zjawisk kryzysowych, które w różnym stopniu wpłynęły na procesy rozwojowe na świecie. Należy w tym miejscu wspomnieć o globalnym kryzysie finansowym lat 2008–2012, lokalnych kryzysach gospodarczych i humanitarnych, skutkach wywołanych pandemią COVID-19, a także o prawdopodobnych nieprzewidywalnych następstwach agresji Rosji na Ukrainę. Zjawiska kryzysowe przyczyniły się do powstania fundamentalnych problemów w globalnym systemie finansowym. Skłoniło to rządy krajowe i banki centralne do wyeliminowania ich przyczyn i ograniczenia negatywnych skutków. Jedną z ważniejszych konsekwencji kryzysu było dość powszechne występowanie nadmiernego deficytu budżetowego, co w wyniku jego utrwalania doprowadziło do powstania zjawiska długu publicznego na masową skalę. W gospodarce otwartej skutki zjawisk kryzysowych w skali globalnej zaczęły rozprzestrzeniać się stosunkowo łatwo. W warunkach pogłębiającego się długu publicznego zagrożenie dla systemu finansowego państw oraz stabilności systemu finansów publicznych może wzrosnąć. Celem opracowania jest próba analizy i oceny sytuacji globalnej oraz identyfikacji potencjalnych zagrożeń dla stabilności systemu finansów publicznych w warunkach kryzysowych, z uwzględnieniem doświadczeń systemu z Bretton Woods.

Słowa kluczowe: Bretton Woods, finanse publiczne, stabilność finansowa

Kody JEL: E31, E42, E43, E60

9.1. Wprowadzenie

Coraz częściej we współczesnym świecie obserwujemy występowanie zróżnicowanych zjawisk kryzysowych. Ich obecność jest widoczna w różnych sferach gospodarowania, regionach zróżnicowanych w ujęciu przestrzennym, a także obserwowana jest w wymiarze o charakterze międzynarodowym, a nawet globalnym. W rezultacie kumulowania się zjawisk kryzysowych niekorzystne tendencje gospodarcze ujawniają się w państwach dobrze rozwiniętych, które uważano dotychczas za stosunkowo stabilne gospodarczo, a także w państwach, które znajdują się na niższym poziomie rozwoju. Mogłoby się wydawać, że kraje wysoko rozwinięte powinny wykazywać dużą odporność na występowanie zjawisk kryzysowych, zarówno w sferze produkcji materialnej, jak i w sektorze finansów, w tym również w sektorze finansów publicznych. Oddziaływanie negatywnych czynników może prowadzić do zaburzeń procesów rozwojowych, które są i tak narażone na skutki cykliczności rozwoju, typowe dla gospodarki rynkowej. Działania o charakterze stabilizacyjnym często nie dają dobrych efektów i zjawiska kryzysowe prowadzą ostatecznie do spowolnienia tempa rozwoju gospodarczego lub też wręcz jego obniżenia.

Na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci miało miejsce wiele wydarzeń o podłożu politycznym, narodowościowym czy ekonomicznym, prowadzących do kryzysów o różnym zasięgu oddziaływania. W dużym stopniu przyczyniły się one do powstania trwałych nierówności i wielu problemów zagrażających funkcjonowaniu światowego systemu finansowego. Jeśli przyjmiemy, że system finansów publicznych jest ściśle powiązany z systemem finansów danego państwa, łatwo zauważymy, że w warunkach kryzysu sektor finansów publicznych ma do spełnienia wiele ważnych funkcji związanych z dotychczas niepodejmowanymi zadaniami. Dlatego też powinien zachować stabilność przy utrzymaniu zrównoważonej polityki fiskalnej oraz niezakłóconego rozwoju gospodarczego. Spełnienie tych warunków wobec kryzysu może okazać się niemożliwe, co będzie w rezultacie prowadzić do zróżnicowanych skutków w ujęciu krótkookresowym, a także wpływać na zmiany sytuacji finansów publicznych w długim okresie z uwagi na pojawienie się deficytu budżetowego, długu publicznego i ryzyka wystąpienia deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego.

Rozwój gospodarczy napotyka zatem na liczne trudności i uwarunkowania, które stanowią znaczącą przeszkodę uniemożliwiającą zrównoważone przemiany gospodarcze i niwelowanie dysproporcji rozwojowych w skali świata. Destabilizacja sytuacji gospodarczej ma swoje przełożenie także na sytuację finansową w poszczególnych państwach oraz na zachodzące między nimi relacje. Utrzymanie stabilności światowego systemu finansowego stało się trudne, choć można przyjąć,

że stanowiło jedno z ważniejszych założeń zrównoważonego rozwoju gospodarki w dłuższym okresie, tym bardziej że w warunkach gospodarki rynkowej trudno było je spełnić z uwagi na czynniki typowe, charakteryzujące cykliczne przemiany zachodzące w gospodarce kapitalistycznej. Z tych powodów rządy państw, banki centralne, instytucje finansowe oraz organizacje międzynarodowe podjęły wysiłki na rzecz poszukiwania rozwiązań systemowych, które pozwoliłyby na otwarcie gospodarcze o zasięgu międzynarodowym i stopniowe osiąganie celów rozwojowych. W warunkach gospodarki otwartej łatwo może dojść do przenoszenia skutków zjawisk kryzysowych w skali świata. Ważną rolę w tym procesie odgrywają zawsze finanse publiczne państwa, za pośrednictwem budżetu państwa mogą być bowiem podejmowane działania stabilizacyjne zarówno w sferze wydatków publicznych, jak i w stosunku do przedsiębiorstw w celu ograniczania niekorzystnych zjawisk, w tym także wahań koniunkturalnych.

Sektor finansów publicznych zajmuje obecnie ważne miejsce w systemach gospodarczych na świecie. Wiąże się to ze znacznym wzrostem wydatków publicznych na cele społeczne, a także na realizowanie przez państwo innych ważnych funkcji, jak np. zapewnienie bezpieczeństwa wewnętrznego oraz zewnętrznego. Ostatnie lata dowodzą, że wydatki publiczne były często związane z nieplanowanymi przedsięwzięciami o charakterze priorytetowym, co często prowadziło do nierównowagi budżetowej w postaci nadmiernego deficytu budżetowego oraz do długu publicznego. Trudno jest zatem wyeliminować czy też znacząco ograniczyć zakres sektora finansów publicznych w warunkach gospodarki rynkowej – należy raczej przyjąć, że stanowi on trwały element w strukturze gospodarki i w społeczeństwie. Poszukując wpływu dziedzictwa systemu z Bretton Woods na przebieg współczesnych zdarzeń gospodarczych, trzeba brać pod uwagę także zjawiska i procesy zachodzące w sektorze finansów publicznych. W opracowaniu podjęto ten wątek badań i uznano za równie ważny obok innych zagadnień związanych z funkcjonowaniem gospodarki rynkowej.

Zjawiska kryzysowe we współczesnym świecie znacząco oddziałują na stabilność światowego systemu walutowego, co jest uzależnione od rozwoju sytuacji w poszczególnych państwach świata i prowadzonej przez nie polityki walutowej. Poszukiwanie równowagi na poziomie wymiany handlowej i systemów walutowych w warunkach globalnej współpracy gospodarczej wiąże się zatem z koniecznością ustalenia relacji między poszczególnymi państwami i określeniem ich wpływu na system wzajemnych rozliczeń. To z kolei jest bezpośrednio uzależnione od sytuacji gospodarczej, jaka panuje w poszczególnych państwach. Powraca w związku z tym ważne pytanie: czy wobec nasilających się zjawisk kryzysowych konieczne jest ponowne zastanowienie się nad stworzeniem spójnego systemu stabilizacji

kursów walutowych, który ułatwiałby wymianę zagraniczną w sferze gospodarczej, i czy opracowanie takiego systemu nie byłoby właśnie nawiązaniem do rozwiązań, jakie przyjęto podczas konferencji w Bretton Woods? Nie ulega wątpliwości, że rozwiązania wprowadzone po II wojnie światowej przyczyniły się do rozszerzenia międzynarodowej współpracy gospodarczej na niespotykaną skalę oraz znaczącego ułatwienia i przyspieszenia procesów gospodarczych, co nie byłoby możliwe w warunkach zatomizowanych gospodarek, poszukujących jedynie endogenicznych czynników wzrostu i rozwoju gospodarczego.

System z Bretton Woods sprzyjał rozszerzaniu i przyspieszaniu wymiany gospodarczej oraz transferu kapitałów i dawał sposobność do uruchomienia efektów mnożnikowych w gospodarce. Zjawiska kryzysowe II dekady XXI w. prowadzą w szybkim tempie do wystąpienia ryzyka degradacji gospodarki światowej i osłabienia powiązań w skali międzynarodowej. Pierwsze symptomy tego zagrożenia są już widoczne, zwłaszcza jeśli chodzi o sytuację makroekonomiczną i pogorszenie stabilności systemu finansowego państw oraz zakłócenia związane z funkcjonowaniem światowego systemu walutowego.

Celem artykułu jest próba analizy i oceny sytuacji globalnej oraz identyfikacji potencjalnych zagrożeń pod względem możliwości zabezpieczenia stabilności systemu finansów publicznych w warunkach kryzysowych z uwzględnieniem doświadczeń wyniesionych z okresu istnienia systemu z Bretton Woods. Problem nierównowagi wzrostu gospodarczego oraz dysproporcji w poziomie rozwoju gospodarczego na świecie występuje współcześnie w warunkach pojawiania się nowych technologii informatycznych w rozliczeniach międzynarodowych i instrumentów finansowania przedsiębiorstw, a także przyspieszenia rozliczeń w skali międzynarodowej. Rozliczenia bardzo często dotyczą relacji dwustronnych między przedsiębiorcami, a także relacji utrzymywanych na poziomie banków centralnych. Istotną rolę odgrywają również organizacje międzynarodowe, które znacząco oddziałują na procesy gospodarcze zachodzące w świecie. W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na systemy rozliczeń walutowych funkcjonujące w Unii Europejskiej, zarówno w strefie euro, jak i poza nią, które przejęły znaczną część wzajemnych transakcji realizowanych między państwami członkowskimi UE, a także przyczyniły się do kreowania rozliczeń w walucie euro z państwami, które, choć nie należą do strefy euro, to akceptują tę walutę jako walutę rezerwową, tworząc tym samym nowy standard rozliczeń.

Współcześnie gospodarka światowa oraz system rozliczeń wzajemnych funkcjonują w innych warunkach, niż miało to miejsce zaraz po zakończeniu II wojny światowej. Wówczas chodziło o stworzenie stabilnego systemu rozliczeń walutowych tak, aby w skali globalnej w pierwszej kolejności w relacjach między Amery-

ką Północną a Europą Zachodnią można było przyjąć stabilne systemy rozliczeń. Mamy obecnie do czynienia z zupełnie inną sytuacją, jeśli chodzi o zasięg gospodarki globalnej, istniejące potencjały oraz dostępne możliwości prowadzenia rozliczeń. Choć różnice są widoczne, to problem wydaje się podobny. Okazuje się bowiem, że trudno jest prowadzić wzajemne rozliczenia w warunkach zjawisk kryzysowych, które znacząco oddziałują na przebieg procesów gospodarczych. Stąd też całkowicie zasadne jest powrócenie do dyskusji dotyczącej kształtu wzajemnych rozliczeń w XXI w. i poszukiwanie pewnych odniesień oraz doświadczeń wyniesionych z okresu funkcjonowania systemu z Bretton Woods, które pozwoliłyby zapewnić zrównoważony rozwój w skali globalnej.

Znaczącym przedsięwzięciem w skali świata była próba stworzenia podstaw dla rozliczeń w handlu światowym poprzez mechanizm stabilizowania kursów walutowych. Miały temu służyć obrady w Bretton Woods oraz późniejsze ustalenia składające się na rozwiązania systemowe znane pod nazwą systemu z Bretton Woods. Podczas trwających wówczas dyskusji udało się ustalić warunki funkcjonowania dolara jako waluty rezerwowej wymienialnej na złoto oraz uruchomić instytucje Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) oraz Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju (Banku Światowego). Wydaje się, że z perspektywy lat 40. XX w. zarówno podejście do wspomnianej problematyki, jak i wypracowany wówczas konsensus w kwestii wspólnych zasad wzajemnych rozliczeń w handlu międzynarodowym można uznać za rozwiązanie, które spełniało oczekiwania zgłaszane przez Stany Zjednoczone, inicjatorów tego przedsięwzięcia, oraz Wielką Brytanię, a częściowo także inne kraje uczestniczące, które dzięki systemowi z Bretton Woods mogły włączyć się w wymianę międzynarodową i korzystać z efektów współpracy międzynarodowej. Przebieg procesów gospodarczych miał miejsce w odmiennych warunkach politycznych i ekonomicznych, a także organizacyjnych, co powodowało, że pojawiły się różnice w tempie wzrostu gospodarczego poszczególnych państw, poziomie ich rozwoju gospodarczego oraz potencjale rozwojowym, oddziałujące na przebieg tych procesów w przyszłości. W stosunku do okresu wyjściowego nastąpiło dość istotne zróżnicowanie w skali świata: do dotychczasowych graczy, tj. Stanów Zjednoczonych i Europy Zachodniej, w tym Wielkiej Brytanii, dołączyły kraje azjatyckie, w tym Japonia. Pojawiły się także nowe państwa ze swoimi licznymi problemami gospodarczo-ustrojowymi, które powstały na skutek rozpadu systemu kolonialnego, a także aspirujące do szybkiego rozwoju państwa Ameryki Południowej i Ameryki Środkowej czy też państwa powstałe po rozpadzie Związku Radzieckiego.

Badania empiryczne jednoznacznie dowodzą, że w skali świata pojawiły się istotne różnice, jeśli chodzi o zarówno możliwości kształtowania rozwoju, jak

i osiągane rezultaty. Można zatem zauważyć wyraźną polaryzację procesów rozwojowych. Obok państw wysoko rozwiniętych pojawiły się państwa znajdujące się na niskim poziomie rozwoju, nieposiadające możliwości zmiany sytuacji gospodarczej w średnim okresie. Dysproporcje te nie zostały zlikwidowane, choć w wielu państwach udało się osiągnąć znaczący poziom rozwoju i zmniejszenie dysproporcji występujących w relacjach międzynarodowych. Główny problem rozwoju świata, charakteryzujący się występującymi dysproporcjami w poziomu życia mieszkańców, nadal jednak pozostał. Jednym z przejawów trudności rozwojowych stały się ograniczone możliwości w zakresie autonomicznego kreowania rozwoju z wykorzystaniem zasobów własnych przedsiębiorstw krajowych i zasobów banków komercyjnych, a także problemy związane z finansowaniem zadań publicznych w ramach środków budżetowych państwa. Sytuacja uległa dodatkowo pogorszeniu na skutek pojawiania się zjawisk kryzysowych o różnym charakterze, które doprowadziły do zachwiania rozwoju gospodarczego, w tym także do pogorszenia stanu finansów publicznych.

9.2. Sektor publiczny i finansowanie zadań publicznych

Odwołując się do genezy sektora publicznego w gospodarce i społeczeństwie, należy zwrócić uwagę na zjawisko określane mianem zawodności rynku (*market failure*), oznaczające taki stan w odniesieniu do niektórych dóbr i usług, w którym występuje brak zainteresowania ze strony przedsiębiorstw prywatnych lub też może zaistnieć sprzeciw, aby niektóre zadania powierzać przedsiębiorcom prywatnym. W rezultacie niektóre zakresy działania i usługi stają się domeną państwa, a zatem przybierają postać zadań publicznych. Jest to ogólna prawidłowość, występująca niemal powszechnie, która uzasadnia przejęcie przez administrację publiczną pewnych zadań lub też uruchomienie nowych mechanizmów wynikających z bieżących potrzeb.

Taka sytuacja miała miejsce w czasach wielkiego kryzysu. Pojawiło się wówczas przekonanie, że mechanizm rynkowy jest zawodny w przypadku gospodarki i państwa, co doprowadziło w rezultacie do przyjęcia wielu reform zaproponowanych przez Johna Keynesa [Stiglitz, 2004]. To właśnie Keynes zwrócił uwagę na konieczność zwiększenia aktywności instytucji państwowych na rzecz poprawy sytuacji przedsiębiorstw funkcjonujących na rynku. Keynes dostrzegał wyraźną niestabilność i niedopasowanie efektywnego popytu do podaży dóbr i usług. Powszechnie znane są działania rządu federalnego Stanów Zjednoczonych z tego okresu, który aktywnie dążył do stabilizowania gospodarki, a w szczególności rów-

noważenia strumieni popytu oraz podaży. Uruchomiono wówczas wiele działań finansowanych ze środków publicznych, których celem było pobudzenie popytu. Zaproponowane rozwiązania nie oznaczały, że Keynes stał się ostatecznie zwolennikiem gospodarki administrowanej przez państwo. Nieodmiennie popierał bowiem dążenie do liberalizacji gospodarki, w szczególnych warunkach kryzysu uznał jednak za zasadne przeprowadzenie niezbędnych interwencji, które pozwoliłyby zmniejszyć skutki zjawisk kryzysowych. Praktyka gospodarcza dowiodła, że nie było możliwe całkowite wyeliminowanie i pozbawienie państwa funkcji stabilizujących, które powinno pełnić w warunkach kryzysu. Przykład wielkiego kryzysu pokazał, że w warunkach gospodarki rynkowej oraz w oczekiwaniu na skuteczną samoregulację gospodarki w ramach mechanizmu rynkowego nie było możliwe uruchomienie skutecznych narzędzi przeciwdziałających zjawiskom kryzysowym.

Należy zwrócić uwagę na poglądy tych ekonomistów, którzy dostrzegali przewagę swobody działania mechanizmu rynkowego nad rozwiązaniami o charakterze regulacyjnym. Na podobnym stanowisku stał również Friedman [1982], który uważał, że gospodarka rynkowa, mimo swoich niekwestionowanych słabości, posiada przewagę nad rozwiązaniami wprowadzanymi przez władze publiczne w sprawach leżących poza ich kompetencjami. W swoich poglądach kierował się ideą wolności osobistej, dającej możliwość podejmowania pożądanych działań z pominięciem państwa. Państwo postrzegał jedynie jako podmiot, którego zakres działania powinien być ograniczony do wypełniania funkcji podstawowych, takich jak zapewnianie bezpieczeństwa zewnętrznego i wewnętrznego [Jodko, 2018]. Zgodnie z poglądami Friedmana [1982] rozwój gospodarczy powinien dokonywać się autonomicznie, w warunkach ograniczonej roli państwa. Można zatem przyjąć, że realizacja wielu funkcji publicznych powinna pozostać domeną sektora prywatnego, co gwarantowałoby odpowiedni poziom efektywności gospodarowania.

Znaczenie wydatków publicznych dostrzegał Adolf Wagner [1883], który zauważył, że rosną one wraz z rozwojem gospodarczym zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i w relacji do PKB. Prawidłowość tę uzasadniał zjawiskami zachodzącymi w sferze potrzeb indywidualnych oraz w wymiarze społecznym. Zgodnie z postawioną przezeń tezą potrzeby społeczne mogą rosnąć szybciej niż potrzeby indywidualne. Prawo Wagnera było przedmiotem krytycznej oceny pod kątem ustalenia, czy rzeczywiście prawidłowość taka ma miejsce, a jeśli tak, czy może mieć charakter trwały. Nie podejmując dyskusji merytorycznej wokół koncepcji Wagnera, należy przyjąć, że nawet jeśli zaobserwowane prawidłowości odwoływały się do ówczesnych wyników badań empirycznych, w których one wystąpiły, to samo rozpoznanie tych relacji potwierdza, że obecność sektora publicznego w gospodarce i społeczeństwie była już wtedy faktem. Dyskusja dotyczyła więc nie

tyle sektora publicznego – czy istnieje, czy też nie, ile raczej zakresu jego oddziaływania w określonych warunkach gospodarczych [Szczęsny, 2006].

Teoria Wagnera uznana została za podstawę koncepcji państwa dobrobytu, co miało uzasadniać wzrost wydatków publicznych przy jednoczesnym zapewnieniu dochodów publicznych w ramach systemu podatkowego. Jednym z przykładów zastosowania takich rozwiązań są państwa skandynawskie, gdzie właśnie wydatki publiczne osiągnęły relatywnie wysoki poziom. Istnieją także dowody na odchodzenie od koncepcji państwa dobrobytu, chociażby w krajach Europy Zachodniej czy w Stanach Zjednoczonych, co jest często wiązane ze zjawiskami kryzysowymi [Kargol-Wasiluk, 2011].

Ewolucyjne przemiany sektora publicznego w warunkach gospodarki rynkowej doprowadziły do znaczących przeobrażeń w sektorze finansów publicznych, co korespondowało bezpośrednio ze stopniowym modyfikowaniem zasad finansowania zadań. Zakres przedmiotowy sektora publicznego w warunkach gospodarki rynkowej pozostaje nadal szeroki i wymaga zapewnienia wydajnych źródeł finansowania. Taki stan rzeczy wynika z utrwalonych i ugruntowanych oczekiwań oraz przyzwyczajeń dotyczących określonego poziomu usług publicznych, gwarantowanego na poziomie rządowym oraz jednostek samorządu terytorialnego [Jarosiński, Opałka, 2021].

9.3. Stabilność sektora finansów publicznych w warunkach kryzysu

Podejmując rozważania na temat roli i miejsca sektora finansów publicznych w gospodarce i społeczeństwie, trudno jest nie dostrzegać historycznych uwarunkowań i ewolucji poglądów dotyczących roli sektora publicznego w gospodarce. Oddziaływanie zjawisk kryzysowych na system finansów publicznych jest wyraźnie widoczne i już wielokrotnie okazywało się, że właśnie zróżnicowane formy pogorszenia koniunktury gospodarczej powodowały obniżanie tempa wzrostu dochodów budżetowych. Mechanizm ten jest zawsze taki sam, opiera się bowiem bezpośrednio na zdolności systemu podatkowego obowiązującego w danym państwie do kreowania dochodów podatkowych. Dochody budżetowe przy niezmienionych zasadach opodatkowania są zawsze pochodną ogólnej sytuacji gospodarczej. W warunkach kryzysu i przejściowego ograniczenia wolumenu działalności gospodarczej niektóre kategorie dochodów podatkowych mogą ulec zmniejszeniu. Tymczasowe obniżenie dochodów budżetowych spowodowane zróżnicowanymi czynnikami o charakterze kryzysowym nie zawsze musi prowadzić do negatywnych zjawisk

w sektorze finansów publicznych [Afonso, Ebert, Schuknecht, Thöne, 2005]. Może się bowiem okazać, że przejściowe zmniejszenie dochodów budżetowych i pogorszenie wzajemnych relacji między dochodami a planowanymi wydatkami nie musi wywoływać negatywnych skutków.

Przejściowy deficyt budżetowy może zostać w łatwy sposób skompensowany zewnętrznymi środkami o charakterze zwrotnym, które w skuteczny sposób mogą eliminować występujące trudności, co zapobiega występowaniu większych zmian w gospodarce publicznej. Może się jednak zdarzyć, że skala zjawisk kryzysowych oraz siła ich oddziaływania doprowadzi do daleko idących negatywnych skutków w gospodarce. Należy wskazać na ryzyko zmiany struktury wydatków budżetowych na rzecz zwiększenia wydatków na zadania bieżące [Doval, 2019], które mogą mieć charakter nieplanowany, dla których nie przewidziano środków w planowanych dochodach budżetowych [Spikin, 2013]. Nieplanowane i trudno przewidywalne wydatki bieżące związane z pojawiającymi się zjawiskami kryzysowymi mogą prowadzić do nieuniknionych zmian w planie dochodów i wydatków państwa oraz jednostek samorządu terytorialnego i do ograniczenia nakładów inwestycyjnych.

Takie rozwiązanie może być szkodliwe z uwagi na ewentualne nieosiągnięcie zamierzonych efektów rzeczowych oraz finansowych podejmowanych projektów inwestycyjnych oraz prowadzić do zróżnicowanych konsekwencji, jeśli chodzi o wysokość nakładów inwestycyjnych, a także o zmianę struktury źródeł finansowania. W warunkach pogorszenia koniunktury gospodarczej wywołanego zjawiskami kryzysowymi może dojść do ujawnienia podstawowych, priorytetowych potrzeb społecznych, które w normalnie funkcjonującej gospodarce nie wystąpiłyby. W czasie pandemii znacząco wzrosły wydatki bieżące związane z uruchomieniem kompleksowych procedur medycznych, kiedy nastąpiło przeorientowanie bieżących wydatków budżetowych na cele związane z poprawą sytuacji zdrowotnej społeczeństwa. Z kolei administracyjne ograniczenie swobody prowadzenia działalności gospodarczej na skutek pandemii doprowadziło do konieczności uruchomienia doraźnych programów społecznych finansowanych z budżetu, zorientowanych na stabilizację sytuacji w przedsiębiorstwach oraz ochronę miejsc pracy, a także na wsparcie rodzin pracowniczych za pośrednictwem zróżnicowanych form pomocy finansowej.

Zjawiska kryzysowe mogą doprowadzić z jednej strony do ograniczenia dochodów budżetowych przyjętych w planie, z drugiej zaś do wzrostu zapotrzebowania na środki pieniężne dostępne na rynkach finansowych. Wymienione czynniki oraz wspomniana zmiana struktury finansowania zadań w podziale na zadania bieżące i inwestycyjne może powodować z kolei konieczność uruchomienia finansowania

zewnętrznego opartego na kredycie bankowym lub innych instrumentach finansowych o charakterze zwrotnym. W takiej sytuacji drastyczna zmiana struktury finansowania zadań w ramach budżetu może wymagać zaciągania zobowiązań, zwłaszcza jeśli chodzi o finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych [Jarosiński, 2009], których realizację rozpoczęto w latach wcześniejszych. Naturalną konsekwencją tak prowadzonej polityki w średnim okresie może być wystąpienie zjawiska nadmiernego deficytu budżetowego oraz długu publicznego, definiowanego jako skumulowany deficyt budżetowy, jaki wystąpił w latach ubiegłych. Zarówno deficyt budżetowy, jak i dług publiczny zagrażają stabilności makroekonomicznej w skali całej gospodarki [Jarosiński, 2019].

Należy także wskazać na skutki wywoływane wzrostem zadłużenia podmiotów i jednostek w sektorze prywatnym, co może wpływać pośrednio na sytuację dochodową sektora publicznego. Ostatecznie oficjalny poziom deficytu budżetowego oraz długu publicznego może być niższy niż poziom faktycznego deficytu i długu. Jest to niewykluczone wobec możliwości stosowania operacji quasi-fiskalnych polegających na przeprowadzaniu operacji finansowych z wykorzystaniem środków publicznych dokonywanych poza budżetem. Tego rodzaju działania powinny być jednak wykazane w przejrzysty sposób w rozliczeniach sektora finansów publicznych [Spychała, 2014].

Dług publiczny może wywołać określone skutki makroekonomiczne związane z koniecznością obsługi zadłużenia i prowadzić tym samym do ograniczania możliwości finansowania zadań publicznych o charakterze zarówno bieżącym, jak i inwestycyjnym. Dług publiczny wymaga prowadzenia długookresowej polityki oszczędnościowej w celu systemowego rozliczania zobowiązań. Jeśli chodzi o deficyt budżetowy, to może wywołać trudności z bilansowaniem transakcji na rachunku bieżącym bilansu płatniczego [Arrow, Kurz, 2016]. W rezultacie może pojawić się deficyt obrotów na rachunku bieżącym, co w praktyce oznacza pogorszenie lub utratę możliwości dokonywania rozliczeń walutowych z wierzycielami, z którymi dane państwo prowadzi wymianę gospodarczą. Najczęściej ma to miejsce wówczas, kiedy państwo poszukuje źródeł finansowania deficytu budżetowego za granicą. W takiej sytuacji już występujący deficyt budżetowy państwa powiązany z koniecznością rozliczania zobowiązań, wynikających z wcześniej zaciągniętych pożyczek zagranicznych, może skutkować deficytem na rachunku obrotów bieżących [Corsetti, Müller, 2006]. Ten szczególny przypadek określa się również mianem deficytu bliźniaczego (*twin deficits*). Nierównowaga budżetowa w wielu państwach świata, w tym także w bogatych państwach Unii Europejskiej, stanowi jeden z ważniejszych problemów, a zarazem czynników negatywnie oddziałujących na procesy rozwoju gospodarczego [Siddiqui, 2019]. Trudności w utrzyma-

niu dyscypliny budżetowej na skutek kryzysu oraz dopuszczenie do nadmiernego deficytu budżetowego i w konsekwencji długu publicznego powodują bezpośrednio zachwianie ogólnej stabilności na rynkach finansowych [Budzyński, 2012].

9.4. Zrównoważony rozwój gospodarczy a nierównowaga sektora finansów publicznych

Mając na uwadze stabilność systemu finansów publicznych, należy monitorować możliwości gromadzenia dochodów oraz realizacji wydatków budżetowych w ujęciu wieloletnim. Nierównowaga budżetowa oraz nadmierny deficyt budżetowy mogą prowadzić do zakłóceń w zakresie działalności bieżącej, a także utrudniać realizację inwestycji. Stabilność sektora finansów publicznych jest zatem konieczna i niezbędna z perspektywy zapewnienia zrównoważonego rozwoju gospodarczego. Stan równowagi finansów publicznych nie jest wymogiem koniecznym i nie zawsze jest rygorystycznie przestrzegany przez podmioty publiczne wchodzące w skład sektora finansów publicznych. Możliwe są przypadki wystąpienia różnic w wielkości strumieni dochodów oraz realizowanych wydatków budżetowych.

W warunkach kryzysowych może dojść do nieprzewidzianych zdarzeń powodujących zmniejszenie dochodów budżetowych i ograniczenie wydatków bieżących oraz inwestycyjnych, a także obniżenie efektywności inwestycji publicznych. Niestabilność sektora finansów publicznych w warunkach występowania zjawisk kryzysowych może być bezpośrednią konsekwencją zmian zachodzących w gospodarce, choć o jej powstaniu nierzadko decydują też nieprzewidziane czynniki oddziałujące krótkookresowo na wielkość i strukturę wydatków budżetowych. Niestabilność sektora finansów publicznych jest z jednej strony skutkiem zjawisk zachodzących w gospodarce realnej, z drugiej zaś przyczyną ograniczania aktywności gospodarczej w sektorze publicznym. Niestabilność sektora finansów publicznych może mieć wiele przyczyn o charakterze ekonomicznym, choć zjawiska kryzysowe mogą też w całkowicie nieprzewidywalny sposób prowadzić do zachwiania procesów rozwojowych.

Z perspektywy planowania i realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych ważne jest utrzymanie względnej stabilności otoczenia gospodarczego. Pozwala to na prawidłowe przygotowanie studiów wykonalności, zrównoważoną realizację projektu w fazie budowy oraz jego eksploatację w fazie operacyjnej. Zagrożeniem dla takich przedsięwzięć mogą być zmiany w poziomie ryzyka, jak choćby różne wartości stóp procentowych i stóp dyskontowych przyjęte do analizy i oceny planowanych projektów inwestycyjnych. Musi to prowadzić do weryfikacji planowanej efektywności

projektów inwestycyjnych [Bock, Trück, 2011]. Niestabilność sektora finansów publicznych może skutkować wzrostem ogólnego ryzyka projektów inwestycyjnych i w konsekwencji zaniechaniem nowych inwestycji.

Jeżeli środki pochodzące z kredytów zostaną skierowane na finansowanie obsługi zadłużenia, to może wówczas dojść do spowolnienia inwestycji w sektorze prywatnym. Wzrost popytu na pieniądz nierzadko pociąga za sobą wzrost stóp procentowych oraz ograniczenie popytu inwestycyjnego w sektorze prywatnym. Mamy wtedy do czynienia z efektem wypierania (*crowding out*), polegającym na zastępowaniu inwestycji prywatnych wydatkami publicznymi, a ściślej – na ograniczeniu inwestycji w sektorze prywatnym, spowodowanym zwiększonym finansowaniem bieżących wydatków publicznych. Efekt wypierania oznacza zatem zastępowanie inwestycji prywatnych wydatkami publicznymi.

Nadmierny deficyt budżetowy może dać efekty budżetowe w krótkim okresie, jego skutki długookresowe mogą być jednak trudne do przewidzenia, co będzie prowadzić do zjawisk kryzysowych w gospodarce. Na poziomie UE kwestie nadmiernego deficytu budżetowego oraz długu publicznego zostały uregulowane systemowo. Ustalono graniczne wartości wskaźnika długu publicznego w relacji do produktu krajowego brutto (PKB) na poziomie 60% oraz wskaźnika deficytu budżetowego w relacji do PKB na poziomie 3%. Przekroczenie wartości wskaźników prowadzi do uruchomienia tzw. procedury nadmiernego deficytu i wiąże się z ustaleniem i koniecznością wdrożenia skutecznych działań naprawczych.

Nie zawsze stan nierównowagi budżetowej oraz dług publiczny mogą być uznane za czynniki ograniczające wzrost gospodarczy. W pewnych warunkach przejściowych stan nierównowagi budżetowej może wiązać się z przyspieszeniem rozwoju. Dzieje się tak, gdy mamy do czynienia z finansowaniem inwestycji prorozwojowych i uruchomieniem dodatkowych strumieni pieniężnych na ich finansowanie w celu osiągnięcia określonych efektów rzeczowych. W warunkach kryzysowych wydatki realizowane w ramach sektora publicznego mogą odegrać przejściowo rolę stabilizującą i wpływać pozytywnie na skutki gospodarcze i społeczne zjawisk kryzysowych.

9.5. Wyniki badań empirycznych

W trakcie prowadzonych badań analizie poddano podstawowe wartości makroekonomiczne [Fischer, 1993] oraz wskaźniki charakteryzujące sytuację w zakresie stanu finansów publicznych w latach 2008–2021. Tak dobrany przedział czasowy miał na celu ujawnienie zmian w sektorze finansów publicznych, jakie pojawiły się

na skutek światowego kryzysu finansowego oraz w rezultacie zjawisk kryzysowych związanych z pandemią COVID-19. W zaproponowanym przedziale czasowym uwzględniono zatem lata, w których mogły wystąpić zawirowania w sektorze finansów publicznych będące przyczyną pogorszenia stabilności tego sektora. Zgodnie z przyjętą metodologią badań analizie poddano: dług publiczny w relacji do PKB w wybranych państwach, deficyt oraz nadwyżkę budżetową w relacji do PKB, saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego w relacji do PKB, eksport netto w relacji do PKB, międzynarodową pozycję inwestycyjną netto oraz oficjalne aktywa rezerwowe. Należy podkreślić że w czasie prowadzenia kwerendy zasobów źródłowych powszechnie dostępnych baz danych nie wszystkie dane liczbowe były możliwe do pozyskania. W takich przypadkach ograniczono się do prezentowania danych, jakie były dostępne w trakcie prowadzenia badań.

Tabela 9.1. Dług publiczny w relacji do PKB w wybranych państwach w latach 2008–2021 (%)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2018	2019	2020	2021
Niemcy	65,5	73,0	82,4	79,8	61,3	58,9	68,7	69,3
Irlandia	42,5	61,8	86,2	110,5	63,1	57,2	58,4	56,0
Grecja	109,4	126,7	147,5	175,2	186,4	180,7	206,3	193,3
Hiszpania	39,7	53,3	60,5	69,9	97,5	95,5	120,0	118,4
Francja	68,8	83,0	85,3	87,8	97,8	97,5	115,0	112,9
Włochy	106,2	116,6	119,2	119,7	134,4	134,3	155,6	150,8
Polska	46,7	49,8	53,4	54,6	48,8	45,6	57,4	53,8
Wielka Brytania	49,0	62,8	74,0	79,5	84,5	83,8	102,3	102,8
Stany Zjednoczone	73,4	86,6	95,1	99,5	107,0	108,5	127,0	128,8
Japonia	180,7	198,7	205,7	219,1	232,5	234,9	253,9	264,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych (aktualizacja z dnia 5.10.2022) AMECO [2022].

Jeśli prześledzimy dane liczbowe zawarte w tabeli 9.1, to łatwo zauważymy, że w latach 2008–2021 w prezentowanej grupie państw mieliśmy do czynienia ze znacznymi zmianami w poziomie wskaźnika długu publicznego w relacji do PKB. Zmiany te występowały z różną siłą w poszczególnych państwach. W Unii Europejskiej (UE) szczególnie niekorzystna sytuacja miała miejsce w Grecji, gdzie w latach 2008–2021 omawiany wskaźnik wzrósł z poziomu 109,4% do 193,3%, oraz we Włoszech, gdzie dług publiczny w relacji do PKB zwiększył się także znacząco. Warto zwrócić też uwagę na sytuację w Hiszpanii, gdzie omawiany wskaźnik wzrósł z poziomu 39,7% w 2008 r. do poziomu 118,4% w 2021 r. W tym samym czasie znacząco pogorszyła się sytuacja w Stanach Zjednoczonych, gdzie dług publiczny

w relacji do PKB uległ niemal podwojeniu, oraz w Japonii, gdzie w 2021 r. relacja długu publicznego do PKB ukształtowała się na poziomie 264,9%. Stosunkowo dobrą sytuację odnotowano zaś w Polsce, zważywszy że w państwach UE nie udało się ustabilizować sytuacji w zakresie długu publicznego zarówno po kryzysie finansowym, jak i w czasie pandemii.

Należy uznać, że II dekada XXI w. charakteryzowała się ciągiem zdarzeń, które uniemożliwiły wejście wielu gospodarkom na ścieżkę zrównoważonego rozwoju. Zapewne skutki wzrostu długu publicznego byłyby mniejsze w sytuacji relatywnie wyższego tempa wzrostu PKB, tego jednak w wielu krajach nie odnotowano. Mieliśmy zatem do czynienia ze stosunkowo niskim tempem wzrostu PKB i jednocześnie szybszym tempem wzrostu wolumenu długu publicznego, co musiało w efekcie doprowadzić do pogorszenia wskaźników. Jeśli chodzi o zmiany sytuacji budżetowej w omawianej grupie państw, to należy zauważyć, że w ujęciu wskaźnikowym w latach 2008–2021 mieliśmy do czynienia ze względnym zróżnicowaniem. W większości państw najgorszym okresem był 2020 r., choć niektóre z nich notowały dalsze pogarszanie się sytuacji budżetowej w relacji do PKB także w 2021 r. Szczegółowe dane obrazujące tempo zmian tego wskaźnika zamieszczono w tabeli 9.2.

Tabela 9.2. Deficyt budżetowy lub nadwyżka budżetowa w relacji do PKB w wybranych państwach w latach 2008–2021 (%)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2018	2019	2020	2021
Niemcy	−0,1	−3,2	−4,4	−0,9	1,9	1,5	−4,3	−3,7
Irlandia	−7,0	−13,9	−32,1	−13,6	0,1	0,5	−4,9	−1,9
Grecja	−10,2	−15,1	−11,3	−10,5	0,9	1,1	−10,1	−7,4
Hiszpania	−4,6	−11,3	−9,5	−9,7	−2,5	−2,9	−11,0	−6,9
Francja	−3,3	−7,2	−6,9	−5,2	−2,3	−3,1	−9,1	−6,5
Włochy	−2,6	−5,1	−4,2	−3,6	−2,2	−1,5	−9,6	−7,2
Polska	−3,6	−7,3	−7,4	−5,0	−0,2	−0,7	−7,1	−1,9
Wielka Brytania	−5,2	−10,3	−9,3	−7,5	−2,2	−2,3	−12,9	−8,3
Stany Zjednoczone	−7,3	−13,1	−12,4	−11,0	−6,2	−6,6	−15,8	−11,7
Japonia	−4,1	−9,7	−9,1	−9,0	−2,5	−2,9	−10,9	−11,2
Szwajcaria	1,9	0,5	0,4	0,7	1,3	1,3	−2,8	−0,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych (aktualizacja z dnia 5.10.2022) AMECO [2022].

Wspomniane zmiany o charakterze budżetowym miały wpływ na saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego. W tabeli 9.3 przedstawiono wskaźniki obrazujące relację salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego do PKB. Łatwo zauważyć, że obserwowana w tym zakresie sytuacja była zróżnicowana: w części

państw udało się utrzymać dodatnie saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego, podczas gdy w pozostałych przypadkach mieliśmy do czynienia z różnokierunkowymi zmianami.

Tabela 9.3. Saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego w relacji do PKB dla wybranych państw w latach 2008–2021 (%)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2018	2019	2020	2021
Unia Europejska	−1,4	0,3	0,6	0,6	2,9	2,4	2,4	2,4
Stefa euro	−1,8	−0,3	−0,3	−0,4	2,9	2,3	2,0	2,4
Niemcy	5,7	5,8	5,7	6,2	7,8	7,4	6,9	7,4
Irlandia	−6,3	−4,7	−1,2	−1,6	5,2	−19,9	−2,7	13,9
Grecja	−15,1	−12,3	−10,1	−8,8	−2,9	−1,5	−6,6	−5,9
Hiszpania	−8,9	−4,1	−3,7	−2,7	1,9	2,1	0,8	0,9
Francja	−0,7	−0,6	−0,6	−0,9	−0,8	−0,3	−1,9	−0,6
Włochy	−2,8	−1,9	−3,3	−2,8	2,5	3,2	3,8	2,5
Polska	−6,9	−4,1	−5,5	−5,4	−1,3	0,5	2,9	−0,6
Szwecja	7,8	5,9	5,9	5,5	2,6	5,5	5,7	5,5
Wielka Brytania	−3,9	−3,2	−3,1	−1,9	−3,9	−2,7	−2,6	−2,6
Stany Zjednoczone	−4,7	−2,6	−2,9	−2,9	−2,1	−2,2	−2,9	−3,6
Japonia	2,8	2,7	3,8	2,1	3,5	3,4	3,3	3,4
Kanada	0,1	−2,9	−3,6	−2,7	−2,3	−2,1	−2,0	0,1
Szwajcaria	–	–	–	–	5,3	4,9	3,8	9,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych (aktualizacja z dnia 5.10.2022) AMECO [2022].

W Grecji obserwowaliśmy utrzymującą się ujemną wartość wskaźnika, podobnie zresztą jak w Stanach Zjednoczonych, we Francji, w Kanadzie i w Wielkiej Brytanii. Należy uznać, że w latach 2008–2021 sytuacja finansów publicznych w poszczególnych państwach świata miała wyraźny wpływ na saldo rozliczeń w ramach rachunku bieżącego bilansu płatniczego. Niestabilność systemu finansów publicznych doprowadziła zatem do zachwiania wymiany gospodarczej w skali globalnej.

Mimo pojawienia się wspomnianych wyżej negatywnych zjawisk po stronie sektora finansów publicznych, wymiana towarowa w gospodarce światowej utrzymywała się na stabilnym poziomie. Jeśli zwrócimy uwagę na zmiany, jakie można było zaobserwować w tym zakresie w UE, to okaże się, że w zasadzie w latach 2008–2021 nie odnotowano większych spadków wskaźnika charakteryzującego eksport netto w relacji do PKB. Podobna sytuacja utrzymywała się w strefie euro, w poszczególnych państwach członkowskich UE, a także w państwach pozaeuropejskich. Co prawda, w 2021 r. w niektórych państwach (Grecja, Niemcy,

Włochy) odnotowano bezwzględny spadek wartości tego wskaźnika w stosunku do 2020 r., w wielu innych państwach zaobserwowano jednak wręcz skokowy wzrost wymiany towarowej, jak chociażby w Irlandii. Dane obrazujące sytuację w poszczególnych państwach przedstawiono w tabeli 9.4.

Tabela 9.4. Eksport netto w relacji do PKB dla wybranych państw w latach 2008–2021 (w %)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2018	2019	2020	2021	2021
Unia Europejska	0,9	1,7	1,6	1,7	3,9	3,4	3,8	3,8	3,9
Stefa euro	1,2	1,7	1,6	1,6	4,0	3,4	3,7	3,9	4,0
Niemcy	6,1	5,0	5,3	4,9	6,2	5,6	5,7	5,2	5,5
Irlandia	8,6	13,5	16,7	18,8	28,6	3,5	22,3	39,6	40,3
Grecja	−12,6	−9,8	−7,6	−5,9	−2,2	−1,7	−7,6	−6,0	−7,9
Hiszpania	−4,7	−0,9	−1,0	0,3	2,7	2,9	1,5	1,1	1,5
Francja	−1,2	−0,8	−1,3	−1,9	−1,0	−1,0	−2,0	−2,5	−2,1
Włochy	−0,8	−0,6	−1,9	−1,4	2,4	3,3	3,7	3,0	2,4
Polska	−5,3	−1,0	−2,2	−2,2	3,1	4,8	6,8	5,6	3,0
Szwecja	5,6	5,4	5,1	4,7	2,2	4,2	4,6	4,0	4,4
Wielka Brytania	−2,1	−1,5	−1,9	−1,0	−1,3	−0,9	0,2	−0,3	−1,3
Stany Zjednoczone	−5,0	−2,9	−3,5	−3,7	−2,9	−2,8	−3,1	−3,9	−4,0
Japonia	0,3	0,4	1,3	−0,6	0,0	0,0	−0,2	−0,3	−0,5
Kanada	1,8	−1,4	−1,9	−1,1	−1,9	−1,6	−2,0	0,6	0,2
Szwajcaria	10,6	7,5	10,9	8,7	12,3	11,8	8,8	10,0	14,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych (aktualizacja z dnia 5.10.2022) AMECO [2022].

Relatywnie gorsza sytuacja miała miejsce w Stanach Zjednoczonych oraz w Japonii, gdzie odnotowano zwiększającą się ujemną wartość omawianego wskaźnika. Należy sądzić, że mimo zjawisk kryzysowych w sferze gospodarczej starano się za wszelką cenę utrzymać łańcuchy dostaw i obronić istniejące powiązania gospodarcze w skali światowej. Wskaźniki ilustrujące relację eksportu netto do PKB odzwierciedlały bowiem korzystne zmiany gospodarcze.

W tabeli 9.5 przedstawiono zestawienie wyników badań dotyczących oficjalnych aktywów rezerwowych posiadanych przez wybrane państwa świata w latach 2008–2021.

Jak wynika z danych przedstawionych w tabeli 9.5, w latach 2008–2021 oficjalne aktywa rezerwowe w zasadzie wszystkich uwzględnionych w badaniu państw, niezależnie od zmieniającej się sytuacji gospodarczej korygowanej zjawiskami kryzysowymi oraz stanu finansów publicznych, ulegały stopniowemu zwiększeniu.

Rezerwy zyskały wówczas na znaczeniu z uwagi na coraz częściej pojawiające się zjawiska kryzysowe. Pierwszym istotnym sygnałem w gospodarce światowej był kryzys finansowy z lat 2008–2009. Łatwo zauważyć, że w grupie badanych państw wysoki poziom oficjalnych aktywów rezerwowych posiadały Szwajcaria, Japonia oraz Chiny, a także liczone łącznie państwa strefy euro. Wcześniejszy szybki rozwój gospodarczy oraz globalizowanie się rynków, w tym także prężny rozwój rynków finansowych, spowodowały, że nie przywiązywano zbyt dużej wagi do zgromadzonych rezerw.

Tabela 9.5. Oficjalne aktywa rezerwowe wybranych państw w latach 2008–2021 (mld USD)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2018	2019	2020	2021
Strefa euro	520,8	666,1	790,0	863,1	823,3	914,0	1078,5	1197,2
Niemcy	138,0	180,9	216,6	238,9	198,2	223,9	268,9	296,0
Irlandia	1,0	2,2	2,1	1,7	5,2	5,7	7,5	13,2
Grecja	3,5	5,6	6,4	6,9	7,6	8,5	12,0	14,5
Hiszpania	20,2	28,2	31,9	47,1	70,7	74,7	81,3	92,2
Francja	102,9	133,1	166,3	172,2	166,7	188,9	224,6	244,5
Włochy	105,3	132,8	158,9	173,3	152,5	175,3	211,0	227,7
Polska	62,2	79,6	93,5	97,9	117,0	128,4	154,2	166,0
Szwecja	29,7	47,3	48,3	50,4	60,5	55,5	58,5	62,4
Wielka Brytania	65,5	83,3	106,6	121,9	197,4	208,3	223,1	239,2
Japonia	1030,6	1049,4	1096,2	1295,8	1271,0	1323,8	1394,7	1405,8
Kanada	43,9	54,4	57,2	65,8	83,9	85,3	90,4	106,6
Szwajcaria	74,0	135,0	270,7	332,0	786,9	854,8	1083,6	1110,0
Chiny	0,0	0,0	0,0	0,0	3168,0	3222,9	3356,5	3426,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP [2022] oraz MFW [2022].

Kryzysy spowodowały, że oficjalne aktywa rezerwowe stanowią bardzo ważny zasób środków gwarantujących bezpieczeństwo finansowe danego państwa. Zapewniają ochronę przed ewentualnymi negatywnymi skutkami zjawisk kryzysowych i dają poczucie bezpieczeństwa w rozliczeniach międzynarodowych [Redo, 2013]. W warunkach gospodarki otwartej oficjalne aktywa rezerwowe stanowią zabezpieczenie transakcji w imporcie oraz oznaczają gwarancję dla zagranicznych podmiotów gospodarczych prowadzących działalność w skali globalnej. Warto podkreślić, że wraz z nasilaniem się negatywnych zjawisk zachodzących w gospodarce światowej wzrosło zainteresowanie złotem nabywanym przez banki centralne. Proces ten dotyczy wielu rejonów świata, w tym także Polski. Zakupy złota stanowią

charakterystyczny zwrot w gospodarce światowej z uwagi na zawirowania związane z kształtowaniem się stóp procentowych ustalanych przez banki centralne na istotnie zróżnicowanym poziomie.

9.6. Doświadczenia wyniesione z okresu funkcjonowania systemu z Bretton Woods a współczesne procesy rozwojowe o zasięgu globalnym

Odwołując się do doświadczeń wyniesionych z okresu funkcjonowania systemu z Bretton Woods należy zauważyć, że zaproponowane wówczas rozwiązania zostały wypracowane w specyficznych warunkach gospodarczych oraz politycznych. Nie można zapominać o stanie gospodarki światowej, a także o ogromnym zapotrzebowaniu na kapitał inwestycyjny, który miał być przeznaczony na finansowanie inwestycji rozwojowych, a także na restytucję przedsiębiorstw i infrastruktury. W ówczesnych realiach społeczność międzynarodowa miała ograniczone możliwości oddziaływania na systemowe regulacje finansów międzynarodowych. W szczególności ważne było stworzenie mechanizmu, który umożliwiłby stosunkowo bezpieczny transfer kapitałów oraz towarów do różnych części świata i przeprowadzanie rozliczeń na takich zasadach, aby inwestorzy oraz eksporterzy mogli oczekiwać zwrotu ekwiwalentu pieniężnego za dostarczane towary i usługi. W 1944 r. nie istniały solidne podstawy i szersze możliwości rozwiązania tego problemu. Spośród głównych graczy, którzy znaleźli się na międzynarodowej scenie rozwiązań gospodarczych i politycznych, utrzymały się jedynie Stany Zjednoczone oraz Wielka Brytania. Nie dziwi zatem fakt, że główni negocjatorzy ostatecznych rozwiązań systemowych z Bretton Woods wywodzili się zazwyczaj z tych państw. Ostatecznie udało się jednak stworzyć podatny grunt do dyskusji, która miała doprowadzić do przyjęcia przez społeczność międzynarodową zaproponowanych zasad rozliczeń walutowych w skali świata[1].

Ważnym powodem zajęcia się systemowym podejściem do rozliczeń walutowych po II wojnie światowej było przekonanie dotyczące znaczącego wzrostu obrotów w handlu międzynarodowym i wzrostu zapotrzebowania na kapitał inwestycyjny. W rezultacie pojawiła się potrzeba wprowadzenia rozwiązań, które w warunkach gospodarki rynkowej pozwalałyby ustalać zasady stabilnych warunków rozliczeń walutowych. Chodziło przy tym o to, aby w ramach opracowanego systemu rozli-

[1] Szerzej piszą o tym Cecylia Leszczyńska i Henryk Bąk w dwóch pierwszych rozdziałach niniejszej monografii.

czeń walutowych można było liczyć na zagwarantowanie trwałości takiego systemu oraz stabilności rozliczeń między państwami przystępującymi do wzajemnych transakcji w ujęciu średnio- i długookresowym. Powiązanie wzajemnych rozliczeń między poszczególnymi państwami z dolarem amerykańskim i pośrednio z kruszcem miało na celu zapewnienie względnej stabilności rozliczeń, zważywszy na charakter złota i jego bilansową rzadkość jako surowca występującego na świecie.

Barry Eichengreen [2021] argumentował, że system z Bretton Woods działał skutecznie dzięki trzem szczególnym okolicznościom: niskiemu poziomowi międzynarodowej mobilności kapitału, ścisłym regulacjom finansowym oraz dominującej pozycji gospodarczej i finansowej Stanów Zjednoczonych i obecności dolara amerykańskiego. Następnie podkreślał, że nie ma prostszego wyjaśnienia, dlaczego nic takiego jak system z Bretton Woods nie zostanie przywrócone w dającej się przewidzieć przyszłości [Eichengreen, 2021]. Można zatem przyjąć, że rozwiązania przyjęte w trakcie konferencji w Bretton Woods podyktowane były koniecznością wynikającą z międzynarodowego układu sił politycznych oraz struktury gospodarki światowej po II wojnie światowej. Już w trakcie działań wojennych wiadomo było, że po ich zakończeniu będziemy mieli do czynienia z daleko idącymi zmianami o charakterze właśnie politycznym oraz drastycznym pogorszeniem stanu gospodarki wielu państw, wymagającymi uruchomienia nowych mechanizmów rozliczeń wzajemnych oraz transferowania środków na różne cele w związku z koniecznością szybkiej odbudowy gospodarek wielu państw. System z Bretton Woods mógł zatem zaistnieć w szczególnych warunkach gospodarczych, finansowych i społecznych, których splot bardzo wyraźnie ujawnił się już w czasach pokoju. Nic więc dziwnego, że dyskusja na temat przyszłego kształtu gospodarki światowej rozpoczęła się stosunkowo wcześnie, bo już w 1941 r., kiedy dokonywano wymiany myśli i poglądów, głównie między Stanami Zjednoczonymi i Wielką Brytanią. Te dwa mocarstwa aspirowały niejako do roli przywódcy w całym procesie, z uwagi na zróżnicowane argumenty ostatecznie ustalono jednak, że dominującą funkcję w tym systemie walutowym będą pełniły Stany Zjednoczone i ich waluta, dolar amerykański [Eichengreen, 1987].

Z perspektywy II dekady XXI w. rozwiązania przyjęte na konferencji w Bretton Woods należy oceniać pozytywnie z uwagi na stworzenie skutecznych mechanizmów porządkowania wymiany międzynarodowej oraz przepływu kapitału między państwami o różnym poziomie rozwoju gospodarczego. Jednym z istotniejszych warunków przyjętych przez uczestników konferencji było zaakceptowanie parytetu złota dla dolara amerykańskiego oraz dopuszczalnego korytarza wahań kursowych walut krajowych w stosunku do dolara, wynoszącego 1%. W praktyce oznaczało to zapewnienie dużej stabilności wymiany w rozliczeniach bilateralnych oraz

w rozliczeniach międzynarodowych. Rozwiązanie to sprzyjało równoważeniu przepływów w warunkach szybko rozwijającej się gospodarki światowej.

Biorąc jednak pod uwagę warunki, w jakich w owym czasie przygotowano projekt wspomnianych rozwiązań systemowych, należy zauważyć, że odbiegały one znacząco od tych, jakie obserwujemy współcześnie. Całkowicie niezmienny pozostał jednak cel towarzyszący obradom w Bretton Woods, aby stworzyć mechanizm stabilizujący wymianę międzynarodową i rozliczenia walutowe między państwami członkowskimi systemu oraz państwami, które nie przyjęły zaproponowanych wówczas zasad rozliczeń. Na przestrzeni lat wiele czynników uległo zmianie: pojawiły się nowe, bardzo szybko rozwijające się państwa azjatyckie, do grona liczących się graczy rynkowych dołączyły zaś kraje arabskie, głównie za sprawą eksportu ropy naftowej oraz gazu ziemnego, a także na nowo ukształtowana Europa, która poprzez minione dziesięciolecia szybko osiągnęła wysoki poziom rozwoju gospodarczego. Ogromną rolę w rozliczeniach międzynarodowych odgrywają obecnie dawne przyzwyczajenia oraz zaufanie do dolara amerykańskiego. Mimo że nie jest on już wymienialny na złoto, zgodnie z zasadami ustalonymi przez twórców systemu z Bretton Woods, to pozostaje nadal ważną walutą w rozliczeniach międzynarodowych, także jako waluta rezerwowa. Świadczą o tym obroty handlu zagranicznego rozliczane w dolarach amerykańskich. Obecnie alternatywą dla waluty amerykańskiej staje się waluta euro, która coraz chętniej jest stosowana w rozliczeniach w wielu państwach świata.

Współcześnie mamy do czynienia z innymi warunkami, ze zróżnicowanym i pozbawionym regulacji otoczeniem finansowym, w którym działają przedsiębiorstwa zarówno prywatne, jak i publiczne. Stosunkowo niskie stopy procentowe i łatwość dostępu do zwrotnych źródeł finansowania prowadzą do upowszechniania się zróżnicowanych form finansowania i indywidualizacji oferty oraz łatwego przenoszenia kapitału do sektorów nienastawionych na zysk, w tym do sektora publicznego. Zmianom tym towarzyszy poszukiwanie nowych metod prowadzenia polityki gospodarczej opartej nie tylko na promowaniu i rozszerzaniu eksportu, ale także na odkrywaniu możliwości rozwoju o bardziej zdywersyfikowanym charakterze. Obserwujemy z jednej strony potrzebę pozostania przy systemie wzajemnych rozliczeń i utrzymania kontroli nad kursami walutowymi, z drugiej zaś poszukiwanie rozwiązań, które pozwoliłyby uwzględnić zmiany zachodzące w strukturze gospodarki światowej. Należą do nich nowe, ważne, a zarazem silne bieguny wzrostu gospodarczego, które charakteryzują się zarówno szybkim wzrostem ilościowym produkcji, jak i szybkimi zmianami innowacyjnymi w technice i organizacji procesów technologicznych, a także poszukiwaniem własnej ścieżki finansowania.

Doświadczenia wyniesione z okresu obowiązywania systemu z Bretton Woods powinny być oceniane z różnych perspektyw. Mamy współcześnie do czynienia z utrwalonymi i jedynie modyfikowanymi rozwiązaniami, które z powodzeniem funkcjonują w gospodarce światowej od wielu dziesięcioleci. Należy tutaj zwrócić uwagę na instytucje powołane wraz z ustaleniami przyjętymi w Bretton Woods, których zadaniem było i nadal pozostaje szeroko rozumiane wspieranie słabo rozwiniętych państw świata poprzez dedykowanie odpowiednich programów rozwojowych oraz udzielanie wsparcia finansowego. Instytucje te, w tym MFW, przetrwały w sposób nieprzerwany wiele dziesięcioleci, osiągając stosunkowo wysoki poziom rozwoju i stając się synonimem wsparcia udzielanego państwom słabo rozwiniętym. Na tym gruncie mamy zatem do czynienia z permanentnym oddziaływaniem doświadczeń zdobytych wcześniej w ramach systemu z Bretton Woods na gospodarki państw świata. Nieco inaczej wygląda sytuacja, jeśli chodzi o kształtowanie się warunków wzajemnej wymiany i prowadzenie polityki kursowej oraz polityki monetarnej w skali świata. Zjawiska kryzysowe wyzwoliły bowiem negatywne czynniki utrudniające stabilizację kursów walutowych na poziomie, który byłby akceptowany przez uczestników globalnego rynku finansowego.

Odejście od sztywnych kursów walutowych opartych na dolarze amerykańskim wymienialnym na złoto wydaje się rozwiązaniem na tyle trwałym, że w nadchodzącej perspektywie trudno jest oczekiwać powrotu do wcześniejszych ustaleń. Należy spodziewać się raczej utrwalania się systemu płynnych kursów walutowych jako powszechnie funkcjonujących. Z wielu powodów płynne kursy walutowe mogą sprzyjać awersji do swobodnego przepływu kapitałów między państwami znajdującymi się na różnym poziomie rozwoju, a także między instytucjami finansowymi a takimi właśnie państwami. Jest oczywiste, że długookresowe finansowanie inwestycji prorozwojowych w skali międzynarodowej wiąże się z ryzykiem zmiany kursu walutowego, która może prowadzić do deprecjacji wartości kapitału na skutek oddziaływania właśnie trudno przewidywalnych wahań kursów walutowych. Inaczej mówiąc, po stronie kredytodawców występuje ryzyko nieotrzymania zwrotu pełnej wartości poniesionych nakładów na skutek niestabilnych kursów walutowych na poziomie transakcji wymiany.

9.7. Zakończenie

Prowadzona współcześnie dyskusja wokół spuścizny po historycznej konferencji w Bretton Woods nie może pomijać tak ważnych kwestii, jak utworzenie i funkcjonowanie MFW oraz Banku Światowego. Instytucje te nakreśliły nowy

wymiar współpracy gospodarczej w skali międzynarodowej i stały się wzorem dla wielu późniejszych dokonań na rzecz międzynarodowej współpracy gospodarczej i rozliczeń walutowych. Można przyjąć, że instytucje Unii Europejskiej podlegające ewolucji na przestrzeni wielu dziesięcioleci odwoływały się w swej organizacji do idei zawartych w statucie MFW. Pewnym nawiązaniem do ówczesnych rozwiązań może być też utworzenie strefy euro. Odejście od walut narodowych i przyjęcie wspólnej waluty stanowiło właśnie podobny krok na drodze do ułatwienia wzajemnych rozliczeń walutowych, choć już w zupełnie innych warunkach gospodarczych niż te, jakie miały miejsce w 1944 r., z chwilą przyjęcia postulatów stawianych na konferencji w Bretton Woods. Nie jest to odosobniony przypadek, można wskazać tutaj więcej przykładów, jak chociażby rozwój przedsiębiorstw międzynarodowych i wielu banków o zasięgu globalnym. Nie ulega zatem wątpliwości, że doświadczenia zdobyte w trakcie funkcjonowania systemu z Bretton Woods znalazły swoich kontynuatorów i są wykorzystywane w różnych rozwiązaniach także współcześnie. Co zatem z wymienialnością walut na złoto? Tę kwestię należy odłożyć *ad calendas graecas*.

Rozwiązania wypracowane w ramach systemu z Bretton Woods doprowadziły do daleko idących zmian mentalnych, które spowodowały zmianę podejścia do problematyki rozwoju poszczególnych państw oraz roli instytucji międzynarodowych, a także transferów kapitałowych między państwami. Jeśli chodzi o transfer kapitału w wymiarze międzynarodowym, to należy stwierdzić, że jest to zjawisko złożone z uwagi na występującą niekiedy sprzeczność interesów między kredytodawcami a podmiotami czy państwami zainteresowanymi finansowaniem rozwoju w ramach kredytów. W państwach słabo rozwiniętych nakłady inwestycyjne, a w niektórych przypadkach tzw. początkowe nakłady inwestycyjne, mogą doprowadzić do przyspieszenia tempa rozwoju zgodnie z teorią „wielkiego pchnięcia" Rosensteina-Rodana.

Cennym doświadczeniem wyniesionym z okresu funkcjonowania systemu z Bretton Woods jest zatem niezmiennie konieczność poszukiwania zróżnicowanych zasad finansowania rozwoju w skali globalnej oraz bezpiecznego transferu kapitałów w warunkach stabilności makroekonomicznej, w tym stabilności sektora finansowego. Konieczność ponoszenia nakładów inwestycyjnych pozostaje nadal synonimem rozwoju. Można zatem przyjąć, że spuścizna systemu z Bretton Woods, mimo że stabilne kursy walutowe przeszły już do historii, stanowi ważne źródło inspiracji do poszukiwania rozwiązań, które współcześnie, z uwagi na degradujące gospodarkę światową kryzysy, mogą powtórnie znaleźć swoje szersze zastosowanie.

Bibliografia

Afonso, A., Ebert, W., Schuknecht, L., Thöne, M. (2005). Quality of Public Finances and Growth, *EBC Working Paper Series*, 438.

AMECO (2022). *Database*, https://dashboard.tech.ec.europa.eu/ (dostęp: 22.04.2022).

Arrow, K.J., Kurz, M. (2016). *Public Investment, The Rate of Return and Optimal Fiscal Policy, Environmental and Resource Economics*. Baltimore: The Johns Hopkins Press.

Bock, K., Trück, S. (2011). Assessing Uncertainty and Risk in Public Sector Investment Projects, *Technology and Investment*, 2, s. 105–123.

Budzyński, T.M. (2012). Realizacja funkcji stabilizacyjnej finansów publicznych w warunkach kryzysu finansowego, *Studia Ekonomiczne*, 108, s. 29–39.

Corsetti, G., Müller, G.J. (2006). Twin Deficit: Squaring Theory, Evidence and Common Sense, *Economic Policy*, 21(48), s. 597–638.

Doval, E. (2019). Risk Management Process in Projects, *Review of General Management*, *30*(2), s. 101–111.

Eichengreen, B. (1987). Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods, *NBER Working Paper Series*, 10497.

Eichengreen, B. (2021). Bretton Woods After 50, *Review of Political Economy*, 33(4), s. 552–569.

Fischer, S. (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth, *Journal of Monetary Economics*, 32(3), s. 485–512.

Friedman, M. (1982). *Capitalism and Freedom*. Chicago: The University of Chicago Press.

Jarosiński, K. (2009). Wpływ zjawisk kryzysowych na stabilność projektów inwestycyjnych. W: *Wymiary kryzysu. Między praktyczną teorią a wirtualną praktyką* (s. 229–244), J. Osiński (red.). Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Jarosiński, K. (2019). New Public Investment in Poland under Conditions of Risk Related to Budget Deficit and Public Debt, *International Journal of Innovation, Management and Technology*, 10(2), s. 109–113.

Jarosiński, K., Opałka, B. (2021). *Zarządzanie w sektorze publicznym wobec procesów rozwoju społeczno-gospodarczego*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Jodko, M. (2018). Wolny wybór versus przedsiębiorcze państwo, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 349, s. 78–79.

Kargol-Wasiluk, A. (2011). Współczesny sektor publiczny w świetle prawa Wagnera, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 173, s. 68–80.

Lateef, K.S., Boughton, J.M. (1995). *Fifty Years After Bretton Woods. The Future of the IMF and the World Bank*. Washington: MFW, Bank Światowy.

MFW (2022). *Data Template on International Reserves and Foreign Currency Luquidity (IRFCL)*, https://data.imf.org/?sk=2DFB3380-3603-4D2C-90BE-A04D8BBCE237&sId=1390030341854 (dostęp: 24.04.2022).

NBP (2022). *Stan oficjalnych aktywów rezerwowych w latach 1993–2020*, https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.nbp.pl%2Fstatystyka%2Fdwn%2Frez_y.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK (dostęp: 16.04.2022).

Redo, M. (2013). Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się, *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu*, 5(37), s. 195–203.

Siddiqui, K. (2019). Government Debts and Fiscal Deficits in the United Kingdom: A Critical Review, *World Review of Political Economy*, 10(1), s. 40–68.
Spikin, C. (2013). Risk Management Theory: The Integrated Perspective and Its Application in the Public Sector, *Estado, Gobierno y Gestión Pública*, 21, s. 89–126.
Spychała, J. (2014). Dyscyplina fiskalna w strefie euro w warunkach kryzysu finansowego, *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 6(2), s. 128–146.
Stiglitz, J. (2004). *Ekonomia sektora publicznego*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
Szczęsny, W. (2006). Czy nadal aktualne jest prawo Wagnera?, *Ekonomia i Prawo*, 2(1), s. 177–187.
Wagner, A. (1883). *Finanzwissenschaft*, https://archive.org/details/bub_gb_Q74wAAAAYAAJ/page/n61/mode/2ups (dostęp: 28.04.2022).

STABILITY OF THE PUBLIC FINANCE SECTOR IN AN OPEN ECONOMY AND CONTEMPORARY CRISIS PHENOMENA IN THE LIGHT OF THE EXPERIENCE OF THE BRETTON WOODS SYSTEM

Abstract

During the second decade of the 21st century, many crisis phenomena appeared, which influenced development processes in the world to a varying degree. The global financial crisis of 2008–2012, local economic and humanitarian crises, the crisis caused by the COVID-19 pandemic as well as the unpredictable crisis phenomena that may occur after Russia's aggression against Ukraine should be mentioned here. The crisis phenomena have contributed to the emergence of fundamental problems in the global financial system. This prompted national governments and central banks to eliminate the causes and reduce the negative effects. One of the more important consequences of the crises was the fairly widespread appearance of an excessive budget deficit, which, as a result of its perpetuation, led to the rise of the public debt phenomenon at a large scale. In an open economy, the effects of crisis phenomena at a global scale were relatively easy to spread. In the conditions of growing public debt, the threat to the financial system of states as well as to the stability of the public finance system may increase. The aim of the paper is an attempt to analyse and assess the global situation and to identify potential threats in order to secure the stability of the public finance system in crisis conditions, taking into account the experience of the Bretton Woods System.

Keywords: Bretton Woods, public finance, financial stability

JEL Classification: E31, E42, E43, E60

Rozdział 10

ROLA ZŁOTA WE WSPÓŁCZESNYM MIĘDZYNARODOWYM SYSTEMIE WALUTOWYM I PERSPEKTYWY JEJ ZWIĘKSZENIA

Dominik Aleksander Skopiec

Abstrakt

Celem opracowania jest zbadanie skali i obszarów współczesnego wykorzystania złota w sferze oficjalnej, a także analiza czynników zarówno sprzyjających szerszemu zastosowaniu złota w międzynarodowym systemie walutowym, jak i ograniczających wzrost jego znaczenia. Prezentowana analiza koncentruje się na roli złota w funkcji składnika oficjalnych aktywów rezerwowych banków centralnych. Podjęta została również próba odpowiedzi na pytanie, czy wobec rosnącego zainteresowania banków centralnych zwiększaniem udziału złota w rezerwach dewizowych oraz bezprecedensowego wzrostu niepewności w gospodarce światowej możliwe jest przywrócenie monetarnych funkcji złota. Przeprowadzona w opracowaniu analiza dowodzi, że demonetyzacja złota w wyniku rozpadu systemu z Bretton Woods zakończyła erę powiązania waluty narodowej ze złotem i oficjalnej roli kruszcu w międzynarodowym systemie walutowym, co nie oznacza jednak wyeliminowania kruszcu ze wszystkich funkcji pieniądza. Od tego czasu złoto nie pełni funkcji środka płatniczego i miernika wartości, natomiast w znaczącym stopniu występuje w roli środka tezauryzacji w sektorze zarówno oficjalnym, jak i prywatnym. W wyniku doświadczeń wyniesionych z globalnego kryzysu finansowego i wzrostu kryzysogenności gospodarki światowej znaczenie złota jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych ponownie wzrasta. Rosnący popyt na złoto ze strony banków centralnych nie jest jednak wyrazem dążenia do reformy międzynarodowego systemu walutowego. Decyzje banków centralnych o zakupie złota mają charakter bardzo zindywidualizowany. Wynikają one z potrzeby dywersyfikacji rosnących rezerw dewizowych i utrzymania wartości portfela rezerw oraz wzmocnienia wiarygodności i zaufania do banku centralnego,

jak również z podejmowania takich działań jak wspieranie krajowego przemysłu wydobywczego złota czy realizowanie strategii dedolaryzacji.
Mało prawdopodobne jest holistyczne zreformowanie międzynarodowego systemu walutowego i podjęcie prób powiązania pieniądza ze złotem w sposób multilateralny. Należy podkreślić, że zasadniczą barierą dla powiązania pieniądza krajowego ze złotem są silne wahania rynkowych cen kruszcu, które poważnie ograniczają możliwości pełnienia przez złoto funkcji miernika wartości. Zupełnie nieprawdopodobne, jak również niepotrzebne, byłyby próby powrotu do wykorzystania złota w funkcji środka płatniczego ze względu na wysoki poziom rozwoju systemów płatniczych. Jednakże wysoce prawdopodobny jest dalszy wzrost roli złota jako aktywa rezerwowego banków centralnych. Współcześnie wyłoniły się nowe przesłanki wzrostu znaczenia złota w rezerwach dewizowych. Są to w szczególności: powracający po wielu latach problem wysokiej i uporczywej inflacji w skali globalnej, przedłużający się koronakryzys powodujący niespotykaną dotąd niepewność w gospodarce światowej, wybuch wojny rosyjsko-ukraińskiej i wzrost napięć geopolitycznych, postępująca cyfryzacja i „prywatyzacja" pieniądza oraz spadek zaufania do systemu monetarnego opartego na kredytowej emisji pieniądza.

Słowa kluczowe: bank centralny, międzynarodowy system walutowy, polityka pieniężna, rezerwy dewizowe, złoto

Kody JEL: E42, E52, E58, F31, F33

10.1. Wprowadzenie

Rola złota ulegała znaczącym przemianom wraz z ewolucją międzynarodowego systemu walutowego (MSW). Prowadziło to do stopniowego spadku roli złota w odniesieniu do trzech klasycznych funkcji pieniądza jako: środka płatniczego, jednostki obrachunkowej oraz środka tezauryzacji. Zawieszenie wymienialności dolara amerykańskiego na złoto 15 sierpnia 1971 r. jest szczególną cezurą w dziejach MSW. W kwietniu 1978 r. weszła w życie druga poprawka do statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), sankcjonująca eliminację złota jako kotwicy monetarnej i centralnego elementu międzynarodowego systemu walutowego. Po latach pełnienia w większym bądź mniejszym stopniu funkcji pieniądza złoto zostało zdemonetyzowane, a jego formalne związki z pieniądzem krajowym uległy ostatecznemu zerwaniu. Należy jednak stanowczo podkreślić, że choć demonetyzacja złota w wyniku rozpadu systemu z Bretton Woods zakończyła erę powiązania waluty krajowej ze złotem, to nie wyeliminowała kruszcu ze wszystkich funkcji pieniądza. Od tego czasu złoto nie występuje już w roli środka płat-

niczego i miernika wartości, natomiast w znaczącym stopniu pełni funkcję środka tezauryzacji w sektorze zarówno oficjalnym, jak i prywatnym.

Przez 20 lat po upadku systemu z Bretton Woods złoto pozostawało niezmiennie dominującym składnikiem oficjalnych aktywów rezerwowych banków centralnych. Stało się tak mimo oficjalnego negowania roli złota w międzynarodowym systemie walutowym. Utrzymaniu roli złota jako składnika rezerw sprzyjały także warunki makroekonomiczne, w tym przede wszystkim znacząca destabilizacja kursów walutowych oraz inflacja z lat 70. XX w. Wraz z ustabilizowaniem się warunków makroekonomicznych i zakończeniem zimnej wojny te kraje Europy Zachodniej, które utrzymywały największe rezerwy złota, zaczęły sprzedawać kruszec, próbując wyeliminować go również z funkcji środka tezauryzacji. Kryzysy walutowe z lat 90. i wzrost kryzysogenności gospodarki światowej wyhamowały jednak ten proces. Globalny kryzys finansowy z lat 2008–2010 spowodował odwrócenie trendu polegającego na spadku roli złota i banki centralnie ponownie stały się nabywcami netto tego kruszcu.

Celem podjętych rozważań jest zbadanie skali i obszarów współczesnego wykorzystania złota w sferze oficjalnej, a także przeanalizowanie czynników zarówno sprzyjających wzrostowi wykorzystywania i znaczenia złota w międzynarodowym systemie walutowym, jak i będących barierami dla wzrostu znaczenia złota. Przedstawiona w opracowaniu analiza koncentruje się na roli złota w funkcji składnika oficjalnych aktywów rezerwowych banków centralnych. W toku rozważań podjęta została również próba udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy wobec rosnącego zainteresowania banków centralnych zwiększaniem udziału złota w rezerwach dewizowych oraz bezprecedensowym wzrostem niepewności w gospodarce światowej możliwe jest przywrócenie monetarnych funkcji złota.

10.2. System klasycznej waluty złotej i jego międzywojenne modyfikacje

Historycznie największą rolę złoto odgrywało w systemie klasycznej waluty złotej (*gold coin standard*). Był to pierwszy system walutowy, który można określić mianem międzynarodowego. Powstawał on wraz z demonetyzacją srebra, wprowadzaniem przez poszczególne kraje monometalizmu złotego i ustanawianiem wymienialności banknotów na złoto. System waluty złotej nie miał charakteru skodyfikowanego, tj. nie opierał się na umowie międzynarodowej stanowiącej źródło prawa międzynarodowego, lecz na zwyczajach i precedensach, które stanowiły tzw. reguły gry (*rules of the game*). Waluty poszczególnych państw miały

urzędowo określone parytety w złocie (system *par value*), co oznaczało, że banki centralne zobowiązane były do sprzedaży i kupna złota (w postaci pełnowartościowych monet) po stałym kursie. W systemie tym istniała zatem bezpośrednia wymienialność pieniądza krajowego na złoto. Kursy między dwiema walutami stanowiły relację parytetu złota jednostki danego kraju do parytetu złota jednostki pieniężnej drugiego kraju, a zatem kursy bilateralne walut również były stałe [Jurek, 2011, s. 74–76].

Fundamentem systemu była również swoboda przepływu złota między krajami. Złoto pełniło funkcję pieniądza światowego i pełniło w skali międzynarodowej wszystkie trzy klasyczne funkcje pieniądza, a więc środka płatniczego, jednostki obrachunkowej i środka tezauryzacji. Pieniądz emitowany przez poszczególne kraje miał pełne bądź częściowe, określone w przepisach prawa, pokrycie w złocie, a banki centralne zobowiązane były do wymiany emitowanego przez siebie pieniądza na złoto. Rozwiązanie to stanowiło podstawę wiarygodności i powszechnej akceptowalności pieniądza krajowego jako środka płatniczego. Należy jednak podkreślić, że od początku XX w. rosło znaczenie walut narodowych wykorzystywanych jako pieniądz w obrocie międzynarodowym, początkowo głównie w funkcji środka płatniczego, w mniejszym zaś stopniu jako składnik rezerw. Był to proces ekonomizacji złota. Z czasem zaczął wzrastać również udział dewiz w rezerwach banków centralnych, jednakże w całym okresie funkcjonowania goldstandardu pozostawał on relatywnie niski (w grupie 16 najważniejszych banków centralnych wzrósł z 9,1% w 1880 r. do 14,3% w 1913 r.) [Bordo, Eichengreen, 1998, s. 67 i 76].

W odpowiedzi na wspomniane ograniczenia w zakresie emisji pieniądza w wielu krajach wprowadzono obowiązek jedynie częściowego jej pokrycia rezerwami złota. Stopy pokrycia w wysokości 100% występowały m.in. w Wielkiej Brytanii, Japonii i Norwegii, z kolei częściowe pokrycie charakteryzowało systemy pieniężne m.in. Niemiec (1/3), Szwajcarii (40%), Holandii (40%), Belgii (1/3) i Portugalii (1/3). Wprowadzenie częściowego pokrycia emisji złotem pozwalało na bardziej elastyczne prowadzenie polityki pieniężnej [Jurek, 2011, s. 77–79].

Ponadto problemem systemu waluty złotej pozostawała również sama kreacja pieniądza światowego i podstawowego aktywa rezerwowego, którego funkcję pełniło złoto. Podaż złota była (i nadal jest) egzogeniczna, ograniczona przez posiadane zasoby oraz możliwości wydobycia kruszcu. Wraz ze wzrostem gospodarczym krajów systemu tempo wzrostu podaży złota nie nadążało za tempem wzrostu popytu na pieniądz międzynarodowy. Ponieważ podaż pieniądza krajowego powiązana była ściśle z wielkością posiadanych rezerw złota, ograniczone możliwości wydobycia tego kruszcu stanowiły też ograniczenie dla zwiększania podaży walut krajowych wraz ze wzrostem gospodarczym państw systemu.

Uważa się, że w związku z tym system waluty złotej sprzyjał występowaniu deflacji [Eichengreen, 2019, s. 17–18].

System klasycznej waluty złotej upadł wraz z wybuchem I wojny światowej, kiedy kraje ogłosiły niewymienialność pieniądza papierowego na złoto (z wyjątkiem Stanów Zjednoczonych), wprowadziły zakaz wywozu złota za granicę oraz wycofały z obiegu złotą monetę. Umożliwiało to zwiększanie podaży pieniądza i finansowanie wydatków wojennych, co generowało z kolei naturalnie wysoką inflację. Po zakończeniu wojny tylko Stany Zjednoczone w 1919 r. powróciły do systemu polegającego na stosowaniu w obiegu złotych monet, w pozostałych krajach obowiązywały zaś nadal system pieniądza papierowego i płynne kursy walutowe [Twarowska-Mól, 2021, s. 56]. Cechująca taki system niestabilność doprowadziła do podjęcia działań mających na celu restaurację systemu waluty złotej. Problem stanowiły jednak niskie rezerwy złota w krajach europejskich.

Restauracja systemu waluty złotej nastąpiła na mocy uchwały podjętej na Międzynarodowej Konferencji Gospodarczej w Genui w 1922 r. Ze względu na deficyt złota przewidziano powrót do goldstandardu w zmodyfikowanej formie, w której funkcję złota miały uzupełniać dewizy. Był to system ograniczonej waluty złotej. Występował on w dwóch odmianach: systemu waluty sztabowo-złotej (*gold bullion standard*) i waluty dewizowo-złotej (*gold exchange standard*). W obu przypadkach waluta każdego kraju miała ustalony parytet złota, który określał jej wartość w jednostkach wagowych czystego kruszcu. Walutom przywrócono przedwojenne parytety w złocie, a wraz z nimi również swobodę przepływu złota między krajami. Złote monety zostały wycofane z obiegu. Złoto pozostało międzynarodowym miernikiem wartości i środkiem tezauryzacji, funkcję środka płatniczego pełniły jednak waluty międzynarodowe, głównie funt szterling, a z czasem też dolar amerykański [Jurek, 2011, s. 84].

W systemie ograniczonej waluty złotej występowały dwa rodzaje wymienialności na złoto. Z jednej strony przywrócona została wymienialność bezpośrednia, ale już w ograniczonym zakresie w stosunku do systemu klasycznej waluty złotej, w którym banknoty były wymienialne na złote monety. W systemie sztabowo-złotym pieniądz krajowy wymienialny był bezpośrednio na złoto, ale w formie sztab (o masie od 4 do 10 kg), co *de facto* wyłączało znaczącą część podmiotów z prawa wymienialności. System ten został przyjęty przez Wielką Brytanię, Francję, Belgię, Włochy i Czechosłowację. Z drugiej strony w znacznie liczniejszej grupie krajów stosujących system dewizowo-złoty funkcjonowała jedynie pośrednia wymienialność na złoto. Pieniądz krajowy mógł być wymieniany na waluty krajów stosujących system sztabowo-złoty (waluty sztabowe), podlegające wymianie na złoto, jednakże w formie sztab. Wspomniane ograniczenia w zakresie wymienialności –

w stosunku do systemu klasycznej waluty złotej – miały na celu zredukowanie popytu na złoto i zahamowanie odpływu kruszcu z gospodarki krajowej.

W obu odmianach systemu wzrastał udział dewiz w rezerwach banków centralnych. Coraz większa ich część utrzymywana była w krótkoterminowych papierach dłużnych nominowanych w funtach szterlingach i dolarach amerykańskich. Ponieważ złoto nie pełniło już funkcji środka płatniczego używanego w rozliczeniach krajowych, system ograniczonej waluty złotej nazywano „standardem złota bez waluty złotej".

Wprowadzono również zmiany w sposobie pokrycia emisji banknotów. Zmniejszono przede wszystkim udział złota jako pokrycia emisji. Znaczącą część w strukturze pokrycia stanowiły dewizy. Pokrycie emisji w złocie (monetach i sztabach) było zróżnicowane. Wielka Brytania i Norwegia ustaliły stopy pokrycia na poziomie 100%, w pozostałych krajach były one jednak znacząco niższe. Częściowe stopy pokrycia obowiązywały m.in. w Danii (30%), Australii (25%), Szwajcarii (40%), Francji (35%), Holandii (40%), Szwecji (50%) i Stanach Zjednoczonych (40%) [Bordo, Eichengreen, 1998, s. 82–83].

System ograniczonej waluty złotej okazał się jednak niestabilny. Wynikało to w znacznej mierze z błędnej decyzji o przywróceniu przedwojennych parytetów złota, która poskutkowała znaczącą skalą przewartościowania bądź niedowartościowania poszczególnych walut. W przypadku Wielkiej Brytanii przywrócenie przedwojennego parytetu oznaczało, że funt stał się walutą w dużym stopniu przewartościowaną, co osłabiało zaufanie do tej waluty, stanowiącej istotną część rezerw banków centralnych. Z czasem Wielka Brytania zaczęła doświadczać znacznego odpływu złota, co wraz z rosnącymi oczekiwaniami dotyczącymi dewaluacji funta doprowadziło do zawieszenia jego wymienialności na złoto we wrześniu 1931 r. Równocześnie Bank Anglii podjął decyzję o zdewaluowaniu funta o 30% i wprowadzeniu systemu kursu płynnego. Uważa się, że oznaczało to początek końca systemu ograniczonej waluty złotej. Proces ten został ponadto przyspieszony przez wielki kryzys, gdyż poszczególne państwa zaczęły wówczas podporządkowywać politykę kursową wewnętrznym celom polityki antykryzysowej. Wprowadzenie kursów płynnych dawało możliwość ingerowania w ich poziom w celu pobudzenia eksportu. Powszechną praktyką stał się dumping walutowy, a fala konkurencyjnych dewaluacji doprowadziła do dezorganizacji warunków rozliczeń międzynarodowych [Eichengreen, 2019, s. 74–84].

10.3. Złoto w międzynarodowym systemie walutowym z Bretton Woods

Znacznie mniejszą rolę odgrywało złoto w ustanowionym po II wojnie światowej międzynarodowym systemie walutowym z Bretton Woods. W odróżnieniu od goldstandardu system miał on charakter skodyfikowany i powstał na mocy umowy międzynarodowej. System ten był również zinstytucjonalizowany, a nadzór nad jego funkcjonowaniem miał pełnić MFW.

Istniała zgoda co do tego, że w powojennych warunkach niemożliwa była restauracja systemu waluty złotej. Uzgodniono jednak, że złoto pozostanie podstawą międzynarodowego systemu walutowego, ale w ograniczonym zakresie. W art. IV ust. 1 statutu MFW zapisano, że złoto jest „wspólnym mianownikiem" (*common denominator*) międzynarodowego systemu walutowego. W tym kontekście szczególnie istotny był fakt, że po wojnie to Stany Zjednoczone posiadały największe rezerwy złota, a kraje Europy Zachodniej utraciły w czasie wojny znaczną część swoich zasobów na rzecz USA, które w 1949 r. posiadały 69% światowych rezerw kruszcu [Drabowski, 1988, s. 53].

Co prawda, po wojnie funt szterling pozostawał nadal walutą dominującą (ze względu na inercję charakterystyczną dla MSW). Siła gospodarki amerykańskiej zadecydowała jednak o roli dolara w konstrukcji systemu i pełnieniu przezeń funkcji substytutu złota, co prowadziło z kolei do wzrostu międzynarodowego wykorzystania i znaczenia dolara, stwarzając tym samym fundamenty rozwoju systemu dolarowego po upadku systemu z Bretton Woods. Nadanie dolarowi centralnej pozycji w powojennym systemie walutowym wynikało też z niewymienialności walut pozostałych wysoko rozwiniętych gospodarek (przywrócono ją dopiero w 1958 r.).

Międzynarodowy system walutowy z Bretton Woods był systemem dewizowo-złotym (*gold exchange standard*). Jedyną walutą bezpośrednio wymienialną na złoto był dolar przy niezmiennym parytecie 35 USD za uncję (parytet ten został utrzymany w całym okresie istnienia tego systemu). W systemie kursów stałych waluty pozostałych krajów systemu powiązane były z dolarem[1], a ich kursy rynkowe mogły odchylać się w granicach ±1% od kursu parytetowego. Banki centralne zobowiązane były do obrony kursu i interwencji na rynku walutowym, gdy odchylenia przekraczały te granice. Waluty krajowe powiązane były pośrednio ze złotem poprzez ustalenie ich parytetu w stosunku do dolara oraz parytetu dolara do złota [Eichengreen, 2019, s. 90–91]. Można było wymieniać je na złoto po uprzedniej

[1] Ponieważ istniała możliwość powiązania walut krajów systemu ze złotem albo z dolarem, mimo że w praktyce wszystkie kraje powiązały swoje waluty z dolarem, uzasadnione jest określanie systemu z Bretton Woods mianem systemu dolarowo-złotego.

wymianie na dolara, jednakże uprawnione do tego były jedynie banki centralne. Wymienialność pieniądza krajowego na złoto była zatem w systemie z Bretton Woods wymienialnością ograniczoną w jeszcze większym stopniu, niż miało to miejsce w systemie ograniczonej waluty złotej w okresie międzywojennym. Z wyjątkiem dolara była to bowiem pośrednia wymienialność na złoto, która miała w dodatku istotne ograniczenie podmiotowe z uwagi na prawo wymienialności przyznane tylko bankom centralnym.

Centralna rola złota w systemie z Bretton Woods wiązała się nie tylko z ustanowieniem parytetu dolara do złota i ograniczonej wymienialności tej waluty na złoto. Złoto stanowiło kotwicę monetarną systemu. Kruszec odgrywał też ważną rolę w kapitale i operacjach dokonywanych przez MFW. Głównym źródłem rezerw złota Funduszu były tzw. transze złota. Kraje członkowskie opłacały udziały w kapitale MFW w 25% w złocie. Początkowo wszystkie opłaty i odsetki od kredytów udzielonych przez MFW były regulowane w złocie. Podobnie spłata transz kredytu w MFW mogła być dokonywana w złocie. Ponadto kraj członkowski miał możliwość nabywania obcych walut od MFW za złoto. Fundusz zapewniał także obsługę transakcji kupna-sprzedaży złota między krajami członkowskimi [Drabowski, 1988, s. 44–45].

W systemie z Bretton Woods nastąpiło rozszczepienie funkcji pieniądza międzynarodowego. Złoto pozostało miernikiem wartości, ale funkcję środka płatniczego pełnił dolar amerykański. W odniesieniu do funkcji środka tezauryzacji sytuacja była o wiele bardziej złożona. Zakładano, że głównym składnikiem oficjalnych aktywów rezerwowych staną się aktywa nominowane w walutach wymienialnych. Po wojnie w rezerwach dewizowych banków centralnych dominowało jednak złoto. Największe rezerwy złota utrzymywały naturalnie Stany Zjednoczone ze względu na konieczność zagwarantowania pokrycia wyemitowanych dolarów w złocie. Należy podkreślić, że poza Systemem Rezerwy Federalnej (Fed) banki centralne krajów systemu nie musiały utrzymywać rezerw w kruszcu, gdyż waluty krajowe nie były bezpośrednio wymienialne na złoto i kraje nie utrzymywały parytetu w złocie, lecz w dolarze. W praktyce przez cały okres istnienia systemu z Bretton Woods banki centralne utrzymywały jednak duże rezerwy złota. Co więcej, banki centralne Europy Zachodniej znacząco zwiększyły swoje zasoby kruszcu. W związku z tym sytuację tę określono jako *gold puzzle* systemu z Bretton Woods [Monnet, Puy, 2019].

Wielkość utrzymywanych rezerw złota była skorelowana z podażą pieniądza utrzymujących kruszec krajów. Badania pokazują, że stopy pokrycia wyemitowanego pieniądza krajowego wynosiły *de facto* między 40% a 50%, co oznacza, że były bardzo zbliżone do wielkości istniejących w goldstandardzie. Monnet i Puy

[2019] wskazują, że zjawisko to było pokłosiem doświadczeń wyniesionych z okresu funkcjonowania systemu waluty złotej, i próbują wyjaśnić je na podstawie dwóch hipotez. Pierwsza odwołuje się do pojęcia „pamięci instytucjonalnej". Wspomniani badacze uważają, że im dłużej dany bank centralny był częścią systemu waluty złotej, tym większa pozostawała korelacja między rezerwami złota i podażą pieniądza w okresie powojennym. Owa „pamięć instytucjonalna" powodowała, że banki centralne zachowywały się podobnie jak w przeszłości (*gold standard culture*). Zgodnie z drugą hipotezą utrzymujące się wysokie rezerwy złota wynikały również z „pamięci indywidualnej" bankierów centralnych, a w szczególności prezesów tych instytucji. Starsi prezesi, których kluczowe lata rozwoju zawodowego przypadły na okres systemu waluty złotej, byli zdecydowanie bardziej skłonni do gromadzenia znacznych rezerw w kruszcu. Złoto stanowiło dla nich *de facto* kotwicę monetarną.

Ponadto w statutach wielu banków centralnych utrzymano przedwojenne przepisy, które nakładały obowiązek pokrycia emisji narodowych jednostek pieniężnych w złocie, mimo że podstawą krajowych systemów pieniężnych był już standard pieniądza fiducjarnego. Przykładowo w Japonii obowiązkowa stopa pokrycia wynosiła aż 100%, w Holandii i Szwajcarii było to 40%, we Francji – 35%, w Belgii – 33%, a w Danii 25% [Jurek, 2011, s. 107]. Niektóre kraje prowadziły także politykę akumulacji złota. Było to szczególnie widoczne w przypadku Francji, gdyż prezydent Charles de Gaulle był zwolennikiem przywrócenia systemu waluty złotej. Rezerwy złota Francji wzrosły z 588 ton w 1950 r. do 3139 ton w 1970 r. Ponadto w 1965 r. Francja podjęła decyzję o wymianie posiadanych rezerw dolarowych na złoto, a także zaproponowała zastąpienie systemu dolarowo-złotego systemem zakładającym bardziej bezpośrednie powiązanie ze złotem [Pittaluga, Seghezza, 2021, s. 146]. W przywołanym wyżej okresie istotnie wzrosły również rezerwy złota Japonii, Belgii, Holandii, Szwajcarii i Niemiec.

Przedstawione zjawisko (*gold puzzle*) świadczyło także o spadku zaufania do dolara wśród banków centralnych i rosnących obawach o dewaluację tej waluty i utratę wartości utrzymywanych w niej rezerw. Sytuacja ta pozwala również zauważyć, że banki centralne nie traktowały dolara i złota jako doskonałych substytutów. Rosnąca rola złota w rezerwach krajów Europy kontynentalnej stanowić mogła też wyraz dążenia do zmniejszenia swej zależności od dolara i wpływu polityki pieniężnej prowadzonej przez Fed.

Warunkiem stabilnego funkcjonowania systemu z Bretton Woods było zaufanie do dominującej waluty międzynarodowej w odniesieniu do zarówno jej wartości, jak i wymienialności na złoto. Jednakże z czasem zaczęło nasilać się zjawisko przewartościowania dolara. Wynikało to z jednej strony z rosnącej inflacji w Stanach

Zjednoczonych i braku dostosowań parytetu w złocie, czyli dewaluacji dolara (parytet dolara do złota był utrzymywany niezmiennie na poziomie 35 USD za uncję w latach 1934–1971). Z drugiej zaś strony do przewartościowania przyczyniły się wzrost ilości dolara w obiegu i obniżanie się stopy pokrycia w złocie. Mimo istnienia formalnych ograniczeń podaży pieniądza, wymagających zabezpieczenia 25% podaży pieniądza w złocie dla obiegu wewnętrznego, szacuje się, że po włączeniu do podaży pieniądza także pieniądza czekowego stopa pokrycia dolara w złocie spadła do 5% w latach 60. XX w. Jednocześnie rosły krótkoterminowe zobowiązania Stanów Zjednoczonych wobec zagranicy [Twarowska-Mól, 2021, s. 89].

Kluczowe znaczenie pod względem spadku zaufania do dolara (i tym samym upadku systemu z Bretton Woods) miało reaktywowanie w 1954 r., po piętnastoletniej przerwie, prywatnego rynku złota w Londynie. Doprowadziło to do wzrostu popytu na złoto i jego cen na rynku prywatnym. W rezultacie pojawiło się niebezpieczeństwo rozwarstwienia się oficjalnej ceny złota oraz ceny kruszcu na rynku londyńskim. Aby temu przeciwdziałać, w 1961 r. utworzono tzw. *pool* złota, w skład którego weszły Fed oraz siedem banków centralnych krajów europejskich. Celem tego porozumienia było prowadzenie na londyńskim rynku złota interwencji pozwalających stabilizować cenę złota i utrzymywać ją na poziomie możliwie zbliżonym do wartości 35 dolarów za uncję. Przez sześć lat mechanizm ten zapewniał względną stabilność ceny złota [Pittaluga, Seghezza, 2021, s. 147]. Popyt na złoto okazał się jednak na tyle duży, że banki centralne traciły posiadane rezerwy złota i nie były już w stanie powstrzymać wzrostu jego ceny. W związku z tym w 1968 r. *pool* złota został zlikwidowany, a w gospodarce światowej zaczęły funkcjonować dwie ceny złota, tj. cena prywatna, kształtowana na rynku londyńskim, oraz cena oficjalna wynosząca 35 USD za uncję, która miała już tylko znaczenie symboliczne [Bilski, 2006, s. 124–125]. Należy podkreślić, że wahania rynkowej ceny złota spowodowały, że nie mogło ono dłużej pełnić funkcji miernika wartości w międzynarodowym systemie walutowym.

Destabilizację systemu z Bretton Woods pogłębiał spadek rezerw złota utrzymywanych przez Stany Zjednoczone, które traciły zgromadzone zasoby kruszcu na rzecz krajów Europy Zachodniej. Przełomowym momentem okazało się w tym przypadku zrównanie się w 1964 r. wartości rezerw dolarowych utrzymywanych przez zagraniczne banki centralne z wartością złota znajdującego się w posiadaniu Fed. Rezerwy złota utrzymywane przez Stany Zjednoczone spadły z 20 279 ton w 1950 r. do 9839 ton w 1979 r. Udział rezerw złota Stanów Zjednoczonych w światowych rezerwach złota spadł z 69% w 1949 r. do 25% w 1971 r. Ponadto w 1968 r. zniesiono obowiązek pokrycia w złocie 25% krajowej emisji gotówkowej dolara.

Proces ten podważył jedną z podstawowych zasad systemu dolarowo-złotego, czyli gwarancję wymienialności dolara na złoto [Drabowski, 1988, s. 52–53].

Destabilizacja systemu z Bretton Woods wiązała się także z problemem w kreacji płynności międzynarodowej, której głównym źródłem pozostawał dolar. Dylemat wynikający z pełnienia funkcji pieniądza międzynarodowego przez walutę narodową w kontekście dynamicznego wzrostu handlu światowego opisał w latach 60. XX w. Robert Triffin. Można powiedzieć, że przedstawiony przez Triffina przypadek odnosi się do endogenicznego czynnika upadku systemu z Bretton Woods, jakim był wewnętrzny konflikt między utrzymaniem zaufania do dolara i zapewnianiem płynności międzynarodowej w dolarze [Bordo, McCauley, 2017][2].

W latach 60. podjęto próbę rozwiązania tego problemu poprzez stworzenie dodatkowego źródła płynności międzynarodowej. Podczas konsultacji Francja lansowała projekt stworzenia jednostki powiązanej ze złotem (*collective reserve unit*, CRU), która stanowiłaby substytut złota [Ocampo, 2017, s. 17–19]. Pomysł ten nie znalazł jednak poparcia i ostatecznie podczas dorocznych spotkań gubernatorów MFW we wrześniu 1967 r. w Rio de Janeiro zdecydowano o utworzeniu jednostki walutowej MFW o nazwie specjalnych praw ciągnienia (*special drawing rights*, SDR). W momencie utworzenia SDR-y miały ten sam parytet złota, co dolar, stąd też określano je mianem „papierowego złota". Zostały rozdzielone w ramach kolejnych alokacji między kraje członkowskie Funduszu, proporcjonalnie do ich kwot udziałowych [Williamson, 2009]. Zabieg ten nie zapobiegł jednak upadkowi systemu.

Pogłębiający się kryzys zaufania do dolara spowodował, że coraz więcej krajów zaczęło domagać się wymiany zgromadzonych w dolarach rezerw na złoto. Żądały tego szczególnie banki centralne Francji, Belgii, Holandii i Wielkiej Brytanii. Kryzys dolara amerykańskiego doprowadził ostatecznie do zawieszenia jego wymienialności na złoto 15 sierpnia 1971 r. Jak się okazało, to „zawieszenie" miało charakter permanentny, a wspomniana data stała się bodajże najbardziej znaną cezurą w historii pieniądza oraz międzynarodowego systemu walutowego. Stanowiła ona punkt zwrotny, w którym wszelkie formalne związki złota z pieniądzem zostały zerwane. W rezultacie tej decyzji złoto przestało pełnić funkcję miernika wartości w międzynarodowym systemie walutowym (w funkcji środka płatniczego nie występowało już od upadku systemu waluty złotej). Jednakże należy stanowczo podkreślić, że pozostawało ono w dalszym ciągu środkiem tezauryzacji.

[2] Szerzej na temat dylematu Triffina pisze Małgorzata Korczyk w rozdziale 3 niniejszej monografii.

10.4. Spadek roli złota w międzynarodowym systemie walutowym z Kingston

Po zawieszeniu wymienialności dolara na złoto próbowano początkowo przeprowadzać reformy międzynarodowego systemu walutowego. Jednakże niepowodzenia w stabilizacji kursów walutowych oraz pierwszy szok naftowy zniweczyły dążenia do bardziej gruntownej przebudowy systemu.

Druga poprawka do statutu MFW, która weszła w życie w kwietniu 1978 r., przypieczętowała wyeliminowanie złota jako jednego z kluczowych elementów międzynarodowego systemu walutowego. Z tego powodu we współczesnym MSW złoto pełni tylko jedną z funkcji pieniądza, czyli środka tezauryzacji, i utrzymywane jest przez banki centralne jako składnik oficjalnych aktywów rezerwowych. W wyniku demonetyzacji złota wprowadzono prawny zakaz stosowania kruszcu jako jednostki referencyjnej w systemach kursu walutowego krajów członkowskich MFW. Co prawda, fundamentalną zasadą systemu z Kingston jest swoboda wyboru systemu kursowego przez kraj członkowski MFW, istnieje jednak możliwość określenia wartości waluty wyłącznie w stosunku do waluty innego kraju, SDR bądź innego koszyka walutowego. Formalnie nie ma możliwości powiązania kursu waluty krajowej ze złotem. „Papierowym złotem" przestały być też SDR-y, których wartość była ustalana od 1974 r. w odniesieniu do koszyka 16 walut. Możliwość prowadzenia transakcji w złocie między MFW i krajami członkowskimi została zniesiona.

Tabela 10.1. Ewolucja roli złota w odniesieniu do klasycznych funkcji pieniądza

Funkcje pieniądza	System waluty złotej	System z Bretton Woods	System z Kingston
Środek płatniczy	X	–	–
Jednostka obrachunkowa	X	X	–
Środek tezauryzacji	X	X	X

Źródło: opracowanie własne.

System z Kingston jest oparty na pieniądzu fiducjarnym i prawie banków centralnych do jego nieograniczonej emisji. W przeciwieństwie do systemu z Bretton Woods cechuje go zatem brak kotwicy monetarnej. Nadal jest to natomiast system bazujący na dominacji dolara amerykańskiego, ale już jako pieniądza fiducjarnego (*fiduciary dollar standard*) [Ocampo, 2017, s. 29–30]. Charakterystyczną cechą ewolucji systemu z Kingston była jednak utrzymująca się przez około 20 lat po upadku systemu z Bretton Woods dominująca rola złota w strukturze światowych oficjalnych aktywów rezerwowych. Towarzyszyła temu również koncentracja rezerw złota, któ-

rych większość posiadały kraje wysoko rozwinięte. Wielkość rezerw złota w uncjach pozostała w tym okresie praktycznie bez zmian (zob. rysunek 10.1), podczas gdy ich wartość i udział w światowych rezerwach dewizowych wahały się ze względu na fluktuacje ceny kruszcu. W 1972 r. rezerwy złota stanowiły 41,9% światowych oficjalnych aktywów rezerwowych, następnie utrzymywały się na podwyższonym poziomie wskutek wzrostu cen złota. W 1989 r. relacja ta wynosiła 40,3% i dopiero od tego momentu zaczęła wyraźnie i systematycznie spadać.

Bordo i Eichengreen [1998] wskazują na pięć przyczyn utrzymującej się przez długi czas po upadku systemu z Bretton Woods dominacji złota w rezerwach dewizowych. Pierwszą z nich była siła przyzwyczajenia i pamięć instytucjonalna banków centralnych. Rezerwy złota kojarzono nadal ze stabilnością walutową. Drugą przyczyną był lobbing przemysłu wydobywczego złota. Banki centralne wielu krajów pozostawały znaczącymi nabywcami wydobywanego w kraju złota. Kolejną przyczynę stanowił motyw behawioralny, związany z niechęcią do zmniejszania udziału złota w rezerwach przez banki centralne posiadające znaczące ilości złota w obawie, że inne banki centralne postąpią podobnie i wówczas spadek cen spowoduje utratę wartości zgromadzonych w formie złota rezerw. Jako czwartą przyczynę Bordo i Eichengreen wskazują występowanie złota w roli szczególnego zabezpieczenia na wypadek wojny (*a war chest*), co było istotną przesłanką w kontekście zimnej wojny. Nie dziwi więc, że rezerwy złota zaczęły wyraźnie spadać dopiero po 1989 r. Ostatnią przyczyną miała być natomiast niezmienna cecha złota jako bardzo dobrego zabezpieczenia wartości w okresach wysokiej inflacji. Po upadku systemu z Bretton Woods i eksplozji inflacji w latach 70. w związku z kryzysami naftowymi jego rola okazała się szczególnie znacząca, ustabilizowanie się inflacji stworzyło natomiast warunki do zmniejszenia rezerw złota na początku lat 90.

Wskutek sprzedaży kruszcu przez banki centralne i MFW udział złota w rezerwach dewizowych spadł z 35% w 1989 r. do 9,1% w 2008 r. Zmiana w podejściu banków centralnych do złota była pochodną kilku czynników. W szczególności były to dobra koniunktura światowa i sytuacja makroekonomiczna oraz zmniejszenie ryzyka geopolitycznego związane z zakończeniem zimnej wojny, co powodowało, że cechy złota jako *safe-haven asset* zdawały się już mniej istotne. Ważną przyczyną był również spadek cen złota w latach 90. Ponadto wzrost presji na zwiększenie dochodowości rezerw dewizowych sprzyjał decyzjom o sprzedaży kruszcu.

Jako jeden z pierwszych krajów uczyniły to Stany Zjednoczone. Nie trwało to jednak długo. Proces dynamicznej sprzedaży złota przez ten kraj zakończył się w 1981 r., kiedy to Kongres powołał Komisję ds. Roli Złota w Krajowym i Międzynarodowym Systemie Monetarnym (Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Monetary Systems). Celem Komisji była ocena przyszłej

roli złota w krajowym i międzynarodowym systemie walutowym w kontekście utrzymania amerykańskich rezerw. W opublikowanym w marcu 1982 r. raporcie Komisja zaleciła ograniczenie dynamicznej wyprzedaży rezerw złota [United States Gold Commission, 1982].

Banki centralne krajów europejskich również zdecydowały się na zmniejszenie rezerw złota, ale znacznie później niż Stany Zjednoczone, bo dopiero na początku lat 90. XX w. Sprzedaży złota dokonywały przede wszystkim banki centralne Holandii, Belgii, Kanady i Australii. Ich działania były jednak nieskoordynowane i doprowadziły do destabilizacji rynku oraz spadku ceny tego kruszcu. W celu przeciwdziałania tym niekorzystnym efektom w 1999 r. podczas dorocznego spotkania gubernatorów MFW w Waszyngtonie zawarto porozumienie 15 europejskich banków centralnych, w którym nieformalnie uczestniczyły także banki centralne Stanów Zjednoczonych, Japonii i Australii oraz MFW i Bank Rozrachunków Międzynarodowych. Pierwsze Porozumienie Banków Centralnych w sprawie rezerw złota (*The First Central Bank Gold Agreement*, CBGA1) obowiązywało do września 2004 r. i miało na celu zmniejszenie rezerw złota znajdujących się w posiadaniu uczestniczących w nim banków centralnych w sposób kontrolowany i skoordynowany. Należy podkreślić, że banki centralne będące sygnatariuszami porozumienia posiadały 45%, a wraz z nieformalnymi uczestnikami aż 85% światowych rezerw tego kruszcu [Pszczółka, 2011, s. 34–35]. W ramach porozumienia wprowadzono górne limity sprzedaży złota dla poszczególnych banków centralnych. Całkowity limit wyznaczony w ramach tego porozumienia wynosił 2000 ton i w całości został wyczerpany sprzedażą złota. Drugie tego typu porozumienie (*The Second Central Bank Gold Agreement*, CBGA2) zostało zawarte na okres od kwietnia 2004 r. do września 2009 r. Limit sprzedaży złota został podwyższony do 2500 ton. Jednakże banki centralne sprzedały w ramach CBGA2 „tylko" 1884 tony złota, a więc znacząco mniej niż pozwalał na to ustalony limit. Ponadto nastąpił znaczny spadek dynamiki sprzedaży złota pod koniec okresu obowiązywania porozumienia. Trzecie porozumienie banków centralnych w sprawie rezerw złota (*The Third Central Bank Gold Agreement*, CBGA3) zawarto na okres od września 2009 r. do września 2014 r. W trzecim porozumieniu limit sprzedaży złota obniżono do 2000 ton. W tym przypadku uderzający był spadek skłonności banków centralnych krajów rozwiniętych do pozbywania się rezerw złota. Większość z nich w ogóle nie prowadziła sprzedaży złota (w niewielkim zakresie dokonały tego tylko Niemcy, a w marginalnym stopniu – Grecja, Malta i Słowacja). W ramach CBGA3 sprzedano jedynie 207,2 tony złota, co oznacza, że osiągnięto zaledwie jedną dziesiątą planowanej sprzedaży, z czego większość sprzedanego kruszcu (181,3 tony) przypadała na MFW, a pozostała niewielka jego część (25,9 tony) na banki centralne

[World Gold Council, 2019]. Należy to traktować jako pierwszy bardzo wyraźny sygnał zmian zachodzących w podejściu banków centralnych krajów rozwiniętych do znaczenia złota w oficjalnych aktywach rezerwowych.

Mimo niezrealizowania planowanej sprzedaży złota w ramach CBGA3 banki centralne krajów europejskich zdecydowały się w maju 2014 r. na kontynuację współpracy w ramach czwartego porozumienia (*The Fourth Central Bank Gold Agreement*, CBGA4). Symptomatyczna była w tym przypadku rezygnacja z limitów sprzedaży złota. Najważniejszym sygnałem zmian było jednak praktycznie całkowite zaniechanie sprzedaży kruszcu przez banki centralne uczestniczące w porozumieniu. W ramach CBGA4 banki centralne zbyły zaledwie 17,6 tony złota, z czego sprzedaż prowadził w zasadzie tylko Bundesbank. Po wygaśnięciu CBGA4 banki centralne krajów europejskich zdecydowały o niekontynuowaniu współpracy w ramach dalszych porozumień ze względu na to, że żaden z nich nie planował wówczas sprzedaży znacznej ilości złota.

Druga poprawka do statutu MFW ograniczyła również rolę złota w działalności Funduszu. Zniesione zostały obowiązkowe transakcje w złocie między MFW a krajami członkowskimi. Zgodnie z art. V sekcji 12 statutu MFW może dokonywać sprzedaży złota na podstawie decyzji podjętej większością 85% głosów. Kraj członkowski może także spłacać zobowiązania wobec MFW złotem po rynkowej cenie. Fundusz nie może jednak angażować się w inne transakcje z udziałem złota, takie jak pożyczki, leasing, swapy czy stosowanie złota jako zabezpieczenia. Ponadto Fundusz nie ma możliwości kupowania złota [MFW, 2021].

W 1996 r. Rada Wykonawcza MFW przeprowadziła przegląd polityki Funduszu w odniesieniu do roli złota. Ustalono, że Fundusz powinien utrzymywać relatywnie duże rezerwy złota nie tylko ze względów ostrożnościowych, lecz także aby zapewnić sobie możliwość odpowiedniej reakcji w przypadku wystąpienia nieprzewidzianych okoliczności. W 1999 r. Rada Gubernatorów podjęła decyzję umożliwiającą Funduszowi sprzedaż złota w transakcjach pozarynkowych do wysokości 14 mln uncji w celu sfinansowania udziału MFW w inicjatywie oddłużeniowej *heavily indebted poor countries* (HIPC). W związku z przeprowadzoną w 2008 r. zmianą modelu finansowego MFW podjęto decyzję o sprzedaży 403,3 ton złota (jednej ósmej ówczesnych zasobów złota MFW), co miało wzmocnić pozycję finansową Funduszu [MFW, 2021]. Jesienią 2009 r. MFW sprzedał w transakcjach pozarynkowych 212 ton złota trzem bankom centralnym: Indii (200 ton), Sri Lanki (10 ton) i Mauritiusu (2 tony). W 2010 r. Fundusz sprzedał pozostałą część (tj. 191,3 tony)[3].

[3] Większość środków pochodzących ze sprzedaży złota zasiliła fundusz Poverty Reduction and Growth Trust, co znacząco podniosło jego zdolność pożyczkową.

10.5. Determinanty zmiany podejścia banków centralnych do złota

Zmiana podejścia banków centralnych do złota widoczna była w przypadku krajów zarówno wysoko rozwiniętych, jak i wschodzących oraz rozwijających się. Dla pierwszej grupy gospodarek symptomatyczne było znaczne zmniejszenie sprzedaży złota w ramach CBGA3 oraz praktyczne jej zaniechanie w przypadku CBGA4. Należy podkreślić, że miało to miejsce w sytuacji, kiedy banki centralne krajów z Europy Zachodniej zajmowały nadal wiodącą pozycję pod względem wielkości utrzymywanych zasobów złota.

Dla banków centralnych z gospodarek wschodzących i krajów rozwijających się przełomowym okresem były kryzysy walutowe z II połowy lat 90. XX w., w szczególności kryzys azjatycki (1997–1998). Objęte nim kraje zdecydowały się skorzystać w tej sytuacji z pomocy finansowej MFW, jednakże bardzo krytycznie oceniły efekty wymuszonych przez Fundusz programów dostosowawczych, czego rezultatem stało się dążenie do uniezależnienia się od pomocy finansowej tej instytucji poprzez akumulację rezerw dewizowych, stanowiące swego rodzaju samodzielne zabezpieczanie się na wypadek wystąpienia kryzysu walutowego (*self-insurance*). Czynnikiem akumulacji rezerw stała się w tym przypadku powodująca wzrost niestabilności gospodarki światowej globalizacja finansowa, która stwarzała ryzyko, że kryzys finansowy w jednym kraju szybko może przerodzić się w kryzys globalny i „rozlać się" na inne, zdrowe gospodarki wskutek wystąpienia efektu zarażania (*contagion effect*). W tym przypadku szczególnie widoczna była dysfunkcjonalność współczesnego MSW polegająca na braku efektywnego międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji [Skopiec, 2017, s. 86–90].

Decydująca zmiana nastawienia banków centralnych do złota nastąpiła pod wpływem globalnego kryzysu finansowego. Spowodował on drastyczny spadek zaufania nie tylko do międzynarodowego systemu monetarnego, ale także do rządowych papierów dłużnych stanowiących największą część rezerw dewizowych. Nastąpiło to przede wszystkim wskutek kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro i obniżenia ratingu kredytowego Stanów Zjednoczonych. Banki centralne stały się ponownie nabywcami netto złota w 2008 r. Zakończyło to trwający kilka dekad proces sprzedaży złota, który rozpoczął się wraz z upadkiem systemu z Bretton Woods (zob. rysunek 10.1). Od 2008 r. banki centralne zwiększyły rezerwy złota o 5,3 tys. ton. Na koniec 2021 r. oficjalne rezerwy złota wynosiły 35,1 tys. ton.

Należy podkreślić, że dążenie banków centralnych do zwiększenia zasobów złota zostało szczególnie wzmocnione przez politykę luzowania ilościowego realizowaną przez najważniejsze banki centralne oraz długotrwałe utrzymywanie ujem-

nych realnych stóp procentowych. W tym kontekście duże znaczenie miały również obawy o przyszły wzrost inflacji w krajach stosujących luzowanie ilościowe. Środowisko ujemnych realnych stóp procentowych zmniejszało koszt alternatywny utrzymywania rezerw dewizowych w złocie.

Ponadto bezprecedensowy wzrost wielkości światowych rezerw dewizowych spowodował potrzebę ich dywersyfikacji[4]. Ceny złota rosły, ale wolniej niż światowe rezerwy walutowe, stąd udział kruszcu w oficjalnych aktywach rezerwowych spadał. W szczególności w utrzymujących bardzo wysokie tempo wzrostu gospodarkach wschodzących, takich jak Chiny czy Indie, udział złota w rezerwach dewizowych pozostawał bardzo niewielki i dużo niższy niż w krajach Europy Zachodniej. W kontekście dynamicznego wzrostu rezerw walutowych istotne pozostają także obawy o kondycję dolara amerykańskiego, który w I połowie XXI w. stracił znacząco na wartości w stosunku do euro.

Powrót banków centralnych do zakupów kruszcu wynika również ze strategicznej roli złota w rezerwach dewizowych. Banki centralne traktują złoto przede wszystkim jako inwestycję pozwalającą zachować wartość w długim okresie (*long-term store of value*). W tym przypadku wzrost cen złota w okresach kryzysu ma szczególne znaczenie. Ponadto banki centralne kierują się również historyczną rolą złota w rezerwach, wynikającą też z tego, że rezerwy kruszcu traktowane były i są jako *war chest*. Zwiększanie przez banki centralne rezerw złota wiąże się zatem nie tylko z możliwością dywersyfikacji portfela rezerw, ale również z realizacją celów strategicznych, co jest szczególnie widoczne w przypadku gospodarek wschodzących, gromadzących znaczne rezerwy kruszcu (Chiny, Rosja, Turcja). Często są to również działania uwarunkowane politycznie. Duże znaczenie miało też rosnące ryzyko geopolityczne, związane przede wszystkim z napięciami między Chinami i Stanami Zjednoczonymi oraz próbami realizowania polityki imperialnej przez Rosję.

Wzrost pozycji złota w rezerwach dewizowych w wielu przypadkach wynikał również z chęci uniezależnienia się od dominującej waluty rezerwowej – dolara amerykańskiego. Motyw ten ma szczególne znaczenie w przypadku krajów, na które Stany Zjednoczone nakładają sankcje. Dolar staje się w tym przypadku swego rodzaju „bronią finansową" (*dollar's weaponisation*) USA oraz instrumentem realizacji geopolitycznych interesów tego kraju. Dywersyfikacja portfeli rezerw i zwiększanie udziału złota jako element strategii dedolaryzacji widoczne były szczególnie w przypadku Rosji i Chin. Oba kraje od dawna dążą do zmniejszenia skali rozliczeń

[4] Wartość światowych rezerw dewizowych wzrosła z 1,9 bln USD w 1996 r. do 14,2 bln USD w 2020 r. Relatywna wielkość światowych rezerw dewizowych mierzona relacją ich wartości do światowego produktu brutto wzrosła zatem z poziomu 5,95% w 1996 r. do 16,8% w 2020 r.

w dolarach i ograniczenia tym samym swojej zależności od politycznych decyzji Stanów Zjednoczonych. Istotne znaczenie miała pod tym względem groźba odcięcia ich od systemu SWIFT, w związku z którą oba wspomniane kraje podjęły wysiłki na rzecz stworzenia własnych, niezależnych systemów płatniczych [Liu, Papa, 2022]. Należy podkreślić, że Rosja, Chiny i Turcja odpowiadały za ok. 70% zakupów złota realizowanych przez banki centralne w latach 2016–2019.

Wymienione czynniki były niewątpliwie bezpośrednimi przyczynami wzrostu rezerw złota w gospodarkach wschodzących i krajach rozwijających się. Niemniej jednak o wzroście popytu ich banków centralnych na złoto decydowały również unikatowe cechy złota, mające uniwersalny, ponadczasowy charakter i odróżniające kruszec od pozostałych składników oficjalnych aktywów rezerwowych.

Złoto monetarne pełni przede wszystkim strategiczną rolę w rezerwach banków centralnych, gdyż zapewnia bezpieczeństwo finansowe kraju w stopniu dużo wyższym niż inne aktywa rezerwowe. Utrzymywanie rezerw dewizowych w formie złota pozbawione jest ryzyka zarówno kredytowego, związanego z niewypłacalnością emitenta, jak i walutowego. Należy podkreślić, że w przypadku rezerw utrzymywanych w papierach dłużnych nominowanych w walutach obcych deprecjacja lub dewaluacja tych walut będzie prowadziła do spadku wartości utrzymywanych w nich aktywów w przeliczeniu na walutę krajową. Rezerwy złota są zaś wolne od takiego ryzyka. Złota nie da się zdewaluować. Rezerwy w złocie nie są narażone na skutki polityki pieniężnej banków centralnych emitujących waluty rezerwowe, a w szczególności najważniejszego z nich – Fed. Nie ma również możliwości nieograniczonego zwiększania ilości złota, tak jak ma to miejsce w przypadku walut rezerwowych, których emitenci prowadzą zakrojoną na szeroką skalę politykę luzowania ilościowego. Ponadto w przypadku kruszcu nie istnieje ryzyko związane z inflacyjnym finansowaniem długu. Złoto daje zatem szczególną możliwość zachowania majątku narodowego w formie rezerw dewizowych. Ponadto znaczące zasoby złota są elementem zwiększającym zaufanie do banku centralnego i pieniądza krajowego [World Gold Council, 2010].

Złoto zapewnia szczególną ochronę portfelowi rezerw, gdyż jego cena w okresach kryzysu rośnie wskutek ucieczki inwestorów do aktywów określanych mianem „bezpiecznej przystani" (*safe haven assets*). Wzrost cen złota w okresach kryzysu jest obecnie najczęściej wymienianą przez banki centralne przyczyną jego gromadzenia [World Gold Council, 2021a]. Ponadto wartość złota zachowuje w ciągu wielu lat – mimo znaczących wahań jego ceny – stałą tendencję do wzrostu. Co więcej, szczególną cechą złota jest też skuteczna ochrona przed inflacją. Złoto pozostaje również skutecznym dywersyfikatorem aktywów rezerwowych banków centralnych, przede wszystkim ze względu na niski stopień korelacji ceny kruszcu

z cenami innych aktywów (w okresie zarówno recesji, jak i ożywienia) oraz ujemną korelację z wartością dolara amerykańskiego. Jest ono zatem antycyklicznym składnikiem portfela rezerw [World Gold Council, 2021b].

Złoto istnieje w formie fizycznej i jest niezniszczalne. Ponadto kruszec nie jest narażony na ryzyko polityczne i pozostaje wolny od bezpośrednich powiązań z polityką gospodarczą jakiegokolwiek kraju. Należy podkreślić, że ryzyko polityczne dotyczy szczególnie aktywów nominowanych w dolarach amerykańskich. W tym przypadku znaczące pozostaje niebezpieczeństwo zablokowania rezerw walutowych utrzymywanych w dolarach. Należy przy tym zwrócić uwagę na dyskrecjonalność administracji federalnej w podejmowaniu decyzji o zablokowaniu aktywów [Bernholz, 2002]. Złoto zapewnia też szczególnie silną ochronę w przypadku kryzysów – zarówno gospodarczych czy finansowych, jak i politycznych. Ponadto dywersyfikuje ryzyko polityczne i stanowi strategiczne zabezpieczenie w razie konfliktu zbrojnego. Stąd też określa się złoto jako *asset of last resort*.

10.6. Współczesne wykorzystanie złota przez banki centralne

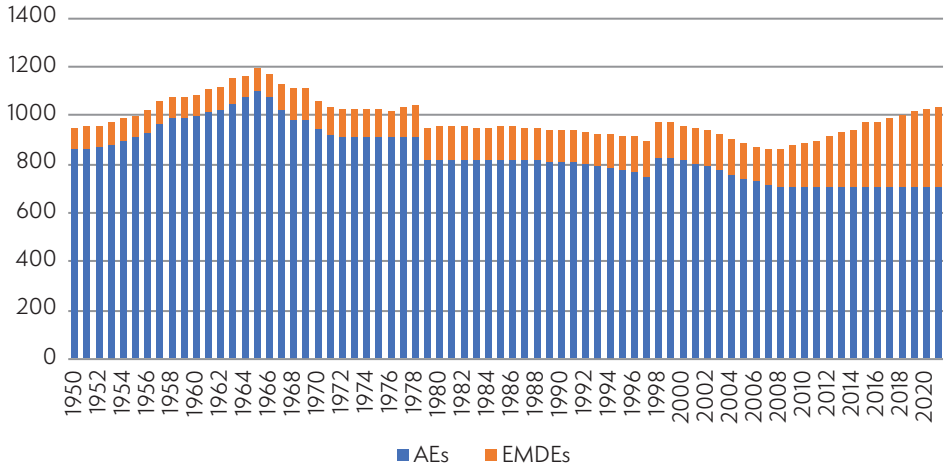
Współcześnie złoto występuje w sektorze oficjalnym jedynie w funkcji środka tezauryzacji. Kruszec pozostaje niezmiennie drugim co do wielkości składnikiem światowych oficjalnych aktywów rezerwowych. Jak już wspomniano, banki centralne stały się ponownie nabywcami netto złota w 2008 r. i tendencja ta utrzymuje się do dziś. Zakupy złota prowadzone były i są w przeważającej mierze przez gospodarki wschodzące i kraje rozwijające się (*emerging market and developing economies* – EMDEs). Banki centralne krajów wysoko rozwiniętych (*advanced economies* – AEs) zaprzestały natomiast prowadzonej w poprzednich latach sprzedaży złota.

Od 2008 r. banki centralne zwiększyły rezerwy złota o 178,5 mln uncji trojańskich. Na koniec 2021 r. oficjalne rezerwy złota wynosiły 1035,65 mln uncji, co stanowiło ok. 20% jego światowych zasobów. Symptomatyczne jest, że praktycznie cały wspomniany wzrost rezerw złota miał miejsce w gospodarkach wschodzących (177,5 mln uncji), podczas gdy rezerwy kruszcu w krajach wysoko rozwiniętych pozostały na praktycznie niezmienionym poziomie (wzrost o zaledwie 1 mln uncji).

Znaczące zakupy złota prowadzone są niezmiennie od 2008 r. w przeważającej mierze przez banki centralne gospodarek wschodzących. Należy jednak zauważyć, że w 2020 r. rezerwy złota banków centralnych rosły, choć zakupy kruszcu znacząco wyhamowały i wyniosły łącznie 263,8 tony w porównaniu z 707,7 tony w 2019 r. Wiązało się to z koronakryzysem i gigantyczną niepewnością co do jego przebiegu oraz skali koniecznych działań podejmowanych w zakresie polityki makroekono-

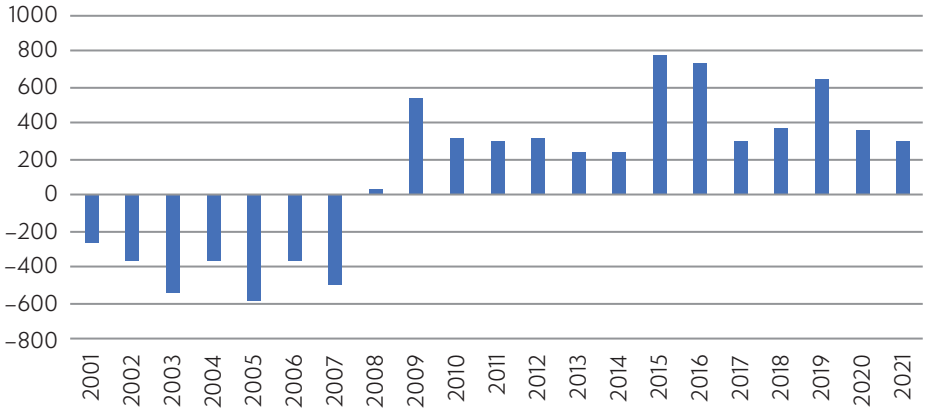
micznej. Wraz z postępującym ożywieniem w 2021 r. przyrost rezerw złota banków centralnych nasilił się i wyniósł 362,6 tony na koniec roku.

Rysunek 10.1. Światowe oficjalne rezerwy złota w latach 1950–2021 (mln uncji trojańskich)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych International Financial Statistics.

Rysunek 10.2. Zmiany wielkości rezerw złota banków centralnych w latach 2001–2021 (tony)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Analiza danych dotyczących sprzedaży i zakupów złota przez banki centralne po 2008 r. uwidacznia dwa zasadnicze trendy. Po pierwsze, zakupy złota były prowadzone prawie wyłącznie przez gospodarki wschodzące, z kolei dla banków

centralnych z krajów wysoko rozwiniętych charakterystyczne było praktycznie zaprzestanie sprzedaży złota (w szczególności widoczne w przypadku Szwajcarii, która do globalnego kryzysu finansowego prowadziła politykę systematycznej sprzedaży bardzo dużych ilości złota). Po drugie, znaczący wzrost rezerw złota banków centralnych po 2008 r. w żadnym wypadku nie może zostać uznany za trend światowy. Wspomniany wzrost rezerw złota był efektem prowadzenia bardzo dużych zakupów przez zaledwie kilka banków centralnych (głównie Chin, Rosji, Indii i Turcji). W latach 2009–2021 znaczących zakupów złota (tj. powyżej 20 ton rocznie) dokonały banki centralne z 18 krajów świata (zob. tabela 10.2). Motywy gromadzenia złota miały charakter zindywidualizowany i różniły się w zależności od kraju.

Tabela 10.2. Banki centralne prowadzące największe zakupy złota (powyżej 20 ton rocznie) w latach 2009–2021

Rok	Kraj i wielkość zakupionego złota (tony)
2009	Chiny (454,1), Rosja (129,5), Indie (200 – zakup od MFW)
2010	Rosja (139,6)
2011	Meksyk (98,9), Rosja (94,3), Tajlandia (52,9), Korea Płd. (40,0)
2012	Brazylia (33,6), Irak (23,9), Kazachstan (33,3), Korea Płd. (30,0), Filipiny (33,6), Rosja (74,8)
2013	Kazachstan (28,4), Rosja (77,4), Uzbekistan (47,3), Korea Płd. (20)
2014	Irak (47,6), Kazachstan (48,1), Rosja (173,0), Uzbekistan (57,2)
2015	Chiny (708,2), Jordania (22,1), Kazachstan (30,0), Uzbekistan (37,0)
2016	Rosja (200,7), Chiny (80,2), Kazachstan (36,2)
2017	Rosja (223,5), Turcja (85,9), Kazachstan (41,8)
2018	Rosja (274,3), Turcja (51,4), Indie (42,3), Kazachstan (50,6), Polska (25,7), Węgry (28,4)
2019	Rosja (158,1), Turcja (125,6), Polska (100,0), Chiny (95,8), Indie (34,5), Kazachstan (35,0)
2020	Indie (41,7), Rosja (27,4), ZEA (35,1)
2021	Indie (77,5), Tajlandia (90,2), Brazylia (62,3), Węgry (63,0), Japonia (80,8), Singapur (26,3), Uzbekistan (29,5)

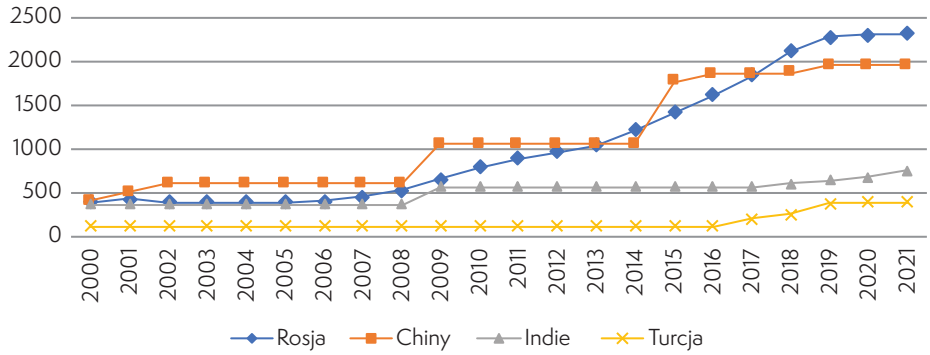
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Udział złota w wartości światowych rezerw dewizowych determinowany był – poza zakupami kruszcu i wzrostem jego zasobów w jednostkach wagowych – dynamiczną akumulacją rezerw walutowych oraz wahaniami cen złota. Mimo znaczących zakupów złota przez banki centralne udział złota nie rósł proporcjonalnie, gdyż wzrost rezerw walutowych był znacznie większy.

Należy podkreślić, że o ile wielkość rezerw złota utrzymywanych przez banki centralne analizuje się najczęściej w odniesieniu do jednostek wagowych (uncji

trojańskich), o tyle udział złota w rezerwach dewizowych określa się na podstawie wartości rynkowej tych rezerw, wyrażonej najczęściej w dolarach amerykańskich. Stąd w okresach wzrostu cen złota udział kruszcu w rezerwach dewizowych automatycznie wzrasta. Należy zauważyć, że wzrost popytu na złoto następuje zawsze w okresach niestabilności na światowych rynkach finansowych. Inwestorzy uciekają wówczas do aktywów tradycyjnie uważanych za bezpieczne (*safe haven assets*).

Rysunek 10.3. Rezerwy złota wybranych gospodarek wschodzących w latach 2000–2021 (tony)



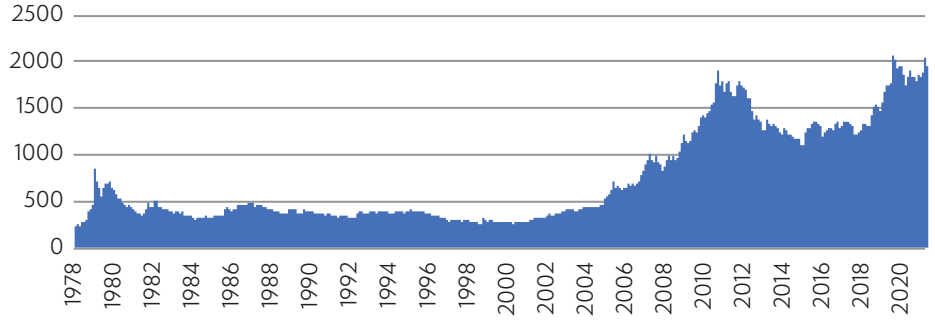
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Od 2001 r. obserwowany jest znaczący wzrost cen złota na rynku londyńskim, będącym najważniejszym na świecie międzynarodowym rynkiem złota. W 2001 r. cena uncji złota na rynku londyńskim wynosiła 276,5 USD. Jej szczególnie dynamiczny wzrost nastąpił wskutek globalnego kryzysu finansowego i wywołanego nim kryzysu w strefie euro. Jeszcze w lipcu 2007 r. cena uncji złota oscylowała wokół 660 USD, by we wrześniu 2011 r. osiągnąć poziom 1895 USD. Następnie ceny złota znacznie spadły i utrzymywały się na niższym poziomie do marca 2020 r., kiedy w związku z początkiem koronakryzysu ceny kruszcu ponownie poszybowały i przekroczyły 2060 USD za uncję w sierpniu tego roku. W czasie koronakryzysu ceny złota utrzymywały się na podwyższonym poziomie, a ich ponowny dynamiczny wzrost nastąpił wskutek zbrojnej agresji Rosji na Ukrainę 24 lutego 2022 r. – ponownie została wówczas przekroczona bariera 2000 USD za uncję.

Udział złota w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych od II połowy lat 90. XX w. spadał ze względu na bardzo dynamiczne tempo wzrostu rezerw walutowych (głównie w krajach EMDEs). Do wzrostu tego wskaźnika doszło dopiero w okresie globalnego kryzysu finansowego na skutek dużego wzrostu cen złota, a także po 2015 r. w związku z intensywnym skupowaniem złota przez banki cen-

tralne i ponownym wzrostem ceny kruszcu. Wartość oficjalnych rezerw złota wzrosła z 233,9 mld SDR w 1996 r. do 1336,8 mld SDR w 2021 r., podczas gdy udział rezerw złota w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych spadł z 18,4% w 1996 r. do 12,2% w 2021 r.

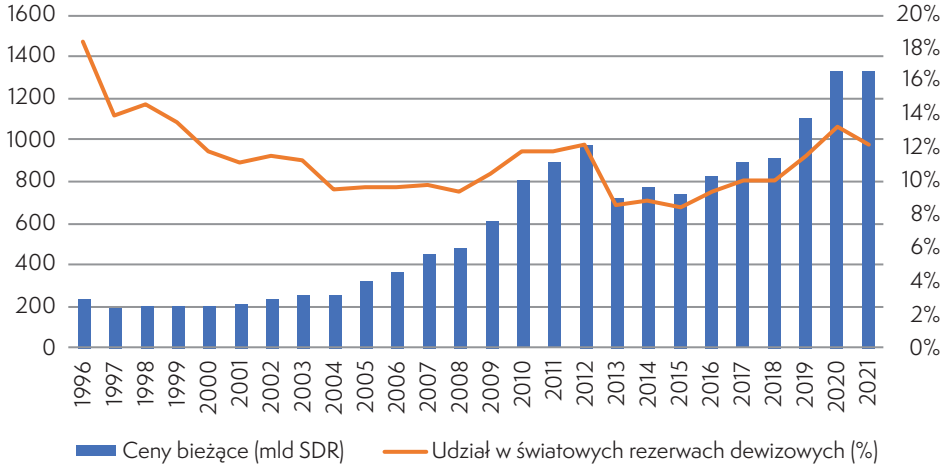
Rysunek 10.4. Ewolucja ceny złota w latach 1978–2022* (USD)



* Stan na koniec roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Rysunek 10.5. Światowe oficjalne rezerwy złota w latach 1996–2021 (ceny bieżące w mld SDR oraz jako odsetek światowych rezerw dewizowych)

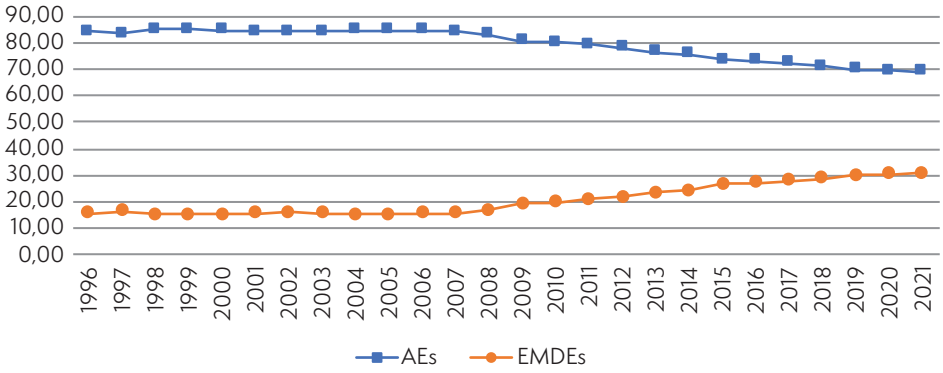


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych International Financial Statistics.

Jednocześnie zmniejszeniu uległa dysproporcja między udziałami krajów wysoko rozwiniętych oraz gospodarek wschodzących i krajów rozwijających się w światowych rezerwach złota. Udział krajów wysoko rozwiniętych zmniejszył

się z 84,1% w 1996 r. do 69% w 2021 r., podczas gdy udział krajów wschodzących i rozwijających się wzrósł z 15,9% w 1996 r. do 31% w 2021 r.

Rysunek 10.6. Udział krajów wysoko rozwiniętych oraz krajów wschodzących i rozwijających się w światowych rezerwach złota w latach 1996–2021 (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie International Financial Statistics.

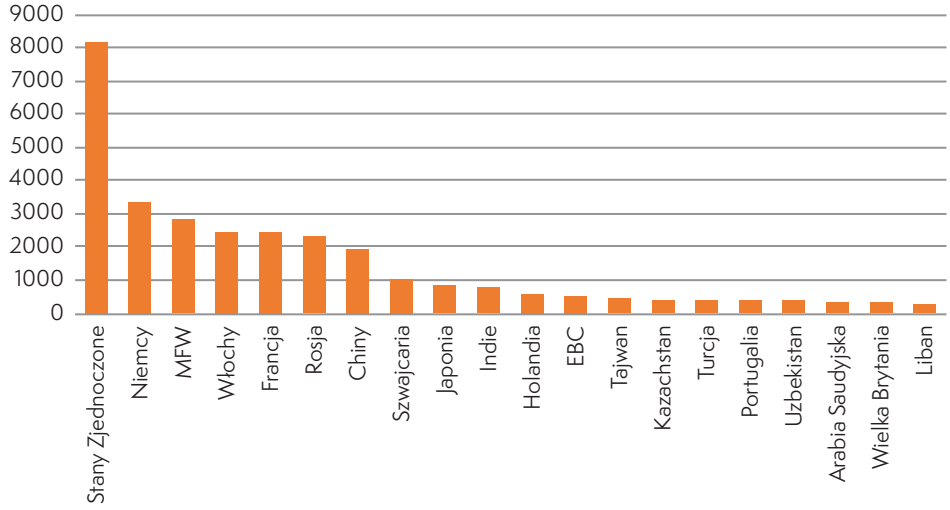
W krajach rozwiniętych złoto stanowi nadal relatywnie większą część oficjalnych aktywów rezerwowych w porównaniu z gospodarkami wschodzącymi i krajami rozwijającymi się. W 2021 r. udział złota w oficjalnych aktywach rezerwowych krajów wysoko rozwiniętych wyniósł 18,7%, podczas gdy w przypadku gospodarek wschodzących i krajów rozwijających się relacja ta ukształtowała się na poziomie 6,9%.

Na koniec 2021 r. banki centralne utrzymywały w swoich rezerwach dewizowych 31 853,5 ton złota. Najwięcej złota posiadają niezmiennie Stany Zjednoczone (8133,5 tony; 23,5% światowych oficjalnych rezerw złota). Drugą pozycję zajmują Niemcy (3359 ton; 9,7%). Wśród krajów utrzymujących największe oficjalne rezerwy złota znajdują się także: Włochy (2451,8 tony; 7,1%), Francja (2436 ton; 7%), Rosja (2301 ton; 6,64%), Chiny (1948 ton; 5,6%), Szwajcaria (1040 ton; 3%), Japonia (846 ton; 2,4%), Indie (747,6 tony; 2,2%), Holandia (612,5 tony; 1,8%) oraz EBC (504,8 tony; 1,5%).

Utrzymywane przez banki centralne zasoby złota cechuje wysoki stopień koncentracji. Przeważająca część to rezerwy złota banków krajów wysoko rozwiniętych z Europy Zachodniej i Ameryki Północnej, co stanowi niewątpliwie dziedzictwo systemu waluty złotej. Wśród 10 banków centralnych utrzymujących najwyższe rezerwy w złocie (posiadających łącznie aż 68,9% światowych oficjalnych rezerw złota!) znajdują się jedynie trzy banki z gospodarek wschodzących (Rosja, Chiny

i Indie). Należy przy tym podkreślić, że pozycja tych banków zmieniła się znacząco na skutek prowadzonej przez nie w ostatnich latach polityki akumulacji złota. Ponadto MFW pozostaje nadal trzecim największym posiadaczem złota w sektorze oficjalnym. Na koniec 2021 r. MFW dysponował 2814 tonami złota, co stanowiło 8,12% światowych oficjalnych rezerw złota.

Rysunek 10.7. **Banki centralne i instytucje utrzymujące największe rezerwy złota na koniec 2021 r. (tony)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Analizując rolę złota w oficjalnych aktywach rezerwowych poszczególnych krajów, trzeba zwrócić również uwagę na wielkość relatywną rezerw złota, mierzoną udziałem ich wartości w cenach bieżących w wartości całkowitych rezerw dewizowych. W szczególności zwraca tutaj uwagę niski udział złota w Chinach i Indiach, który odbiega znacząco od wartości tego wskaźnika w przypadku Rosji i Turcji (zob. tabela 10.3). Ponadto EBC, który uczestniczy w procesie zarządzania rezerwami dewizowymi Eurosystemu, utrzymuje 33% rezerw w złocie (504,8 tony).

Na szczególną uwagę zasługuje przypadek Chin. Państwo to zajmuje siódme miejsce w rankingu największych oficjalnych rezerw złota (1948 ton), które stanowi tymczasem jedynie 3,3% rezerw dewizowych tego kraju. Wynika to przede wszystkim z faktu, że po akcesji do Światowej Organizacji Handlu w grudniu 2001 r. Chiny prowadziły akumulację rezerw walutowych na niespotykaną dotąd skalę, wskutek czego rezerwy tego kraju wzrosły z 220 mld USD w 2001 r. do 3,4 bln USD na koniec 2020 r., kiedy to stanowiły 23,6% światowych rezerw dewizowych. Tak dynamiczny przyrost rezerw powodował, że nawet przy znaczących zakupach złota

pozostało ono relatywnie niewielkim składnikiem oficjalnych aktywów rezerwowych. Należy przy tym zauważyć, że oficjalnie podawana wielkość rezerw złota nabywanych i utrzymywanych przez Chiny nie jest zbyt wiarygodna. Powszechnie uważa się, że Chiny od lat prowadzą politykę gromadzenia rezerw złota, które mogą być w rzeczywistości nawet dwukrotnie wyższe, niż wynika to z oficjalnych statystyk. Ukrywanie przez Chiny zakupów złota może mieć nie tylko wymiar strategiczny, lecz wynikać także z dążenia do uniknięcia wzrostu cen złota w okresie prowadzenia zakupów [Rickards, 2017, s. 65–66]. Ponadto bardzo prawdopodobny jest obecnie scenariusz zakładający wzrost rezerw złota Chin wskutek zakupu kruszcu od pogrążonej w kryzysie Rosji.

Tabela 10.3. Złoto jako odsetek oficjalnych aktywów rezerwowych na koniec 2021 r. (%)

Kraje z najwyższą relatywną wielkością rezerw złota			Kraje z najwyższą wagową wielkością rezerw złota		
1	Wenezuela	82,9	1	Stany Zjednoczone	66,3
2	Portugalia	68,6	2	Niemcy	66,3
3	Kazachstan	68,3	3	Włochy	62,9
4	Niemcy	66,3	4	Francja	58,2
5	Stany Zjednoczone	66,3	5	Rosja	21,2
6	Włochy	62,9	6	Chiny	3,3
7	Uzbekistan	59,7	7	Szwajcaria	5,4
8	Francja	58,2	8	Japonia	3,5
9	Tadżykistan	56,8	9	Indie	6,9
10	Holandia	55,4	10	Holandia	55,4
11	Boliwia	52,4	11	Tajwan	4,3
12	Cypr	50,3	12	Kazachstan	68,3
13	Austria	48,1	13	Turcja	23,9
14	Liban	47,4	14	Portugalia	68,6
15	Grecja	46,0	15	Uzbekistan	59,7
16	Białoruś	36,9	16	Arabia Saudyjska	4,0
17	Belgia	31,6	17	Wielka Brytania	9,3
18	Turcja	23,9	18	Liban	47,4
19	Rosja	21,2	19	Hiszpania	17,8
20	Kirgistan	19,9	20	Austria	48,1

Uwagi: w prawej kolumnie przedstawiono ranking krajów według wagowej wielkości utrzymywanych rezerw złota w takiej samej kolejności jak na rysunku 10.7.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Współczesne wykorzystanie rezerw złota wiąże się również z kwestią zarządzania nimi. W literaturze przeważało tradycyjnie przekonanie, że aktywne zarządzanie rezerwami dewizowymi sprowadza się do największej ich części, czyli rezerw walutowych, i nie obejmuje złota. Według publikowanego przez Światową Radę Złota *Central Bank Gold Survey* ok. 35% banków centralnych aktywnie zarządza rezerwami złota. Działania te mają na celu zwiększenie dochodowości lub płynności rezerw złota. Dominującymi formami inwestycji są depozyty w złocie (*gold deposits*) oraz swapy na złoto[5] (*gold swaps*), które zgodnie z wynikami wspomnianej ankiety stosowane są przez odpowiednio 53% i 29% banków centralnych. Ponadto 24% banków centralnych zarządza złotem poprzez opcje. Jedynie marginalna część banków centralnych (4%) inwestuje w oparte na złocie fundusze ETF (*exchange-traded fund*). W celu zwiększenia płynności ważne jest również utrzymywanie złota o odpowiednio wysokim standardzie i przechowywanie go w jednym ze światowych centrów obrotu złotem. Najchętniej wybieraną instytucją jest w tym przypadku Bank Anglii (63%), a dopiero na dalszych miejscach znajdują się Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku (15%) oraz Bank Rozrachunków Międzynarodowych (11%). Duże znaczenie, przede wszystkim ze względu na budowanie zaufania społecznego, ma także utrzymywanie złota w krajowych skarbcach, co deklaruje 39% banków centralnych [World Gold Council, 2021a]. Należy podkreślić, że dominująca rola Banku Anglii jako miejsca przechowywania złota wiąże się z korzyściami wynikającymi z dostępu do największego i najbardziej płynnego rynku złota na świecie, jakim jest rynek londyński.

10.7. Bretton Woods II, Bretton Woods III i koncepcje remonetyzacji złota

Postulaty powrotu do niektórych rozwiązań charakterystycznych dla systemu z Bretton Woods wysuwane są od dawna. Dotychczas żaden z nich nie został zrealizowany. Jednakże na początku obecnego stulecia Michael Dooley, David Folkerts-Landau i Peter Garber sformułowali słynną hipotezę o powstaniu tzw. systemu Bretton Woods II, która bazuje na analogiach między systemem z Bretton Woods a cechami współczesnego międzynarodowego systemu walutowego. Zgodnie z tą koncepcją państwem będącym głównym ogniwem centrum gospodarki światowej były i są Stany Zjednoczone, które pozostają emitentem dominującej

[5] W tym przypadku bank centralny stawia do dyspozycji złoto jako formę zabezpieczenia w transakcji pozyskiwania danej waluty obcej.

waluty międzynarodowej i zasilają świat w płynność międzynarodową [Dooley, Folkerts-Landau, Garber, 2003]. Co więcej, Dooley, Folkerts-Landau i Garber uważają, że system Bretton Woods II został utworzony unilateralnie przez państwa Azji Wschodniej, które po kryzysie z lat 1997–1998 powiązały swoje waluty z dolarem oraz rozpoczęły akumulację rezerw walutowych nominowanych w dolarach. W odróżnieniu od systemu z Bretton Woods ma on jednak charakter nieformalny i nie opiera się na umowie międzynarodowej oraz współpracy banków centralnych państw członkowskich, pozostając jedynie układem pewnych współzależności. Mimo występującej w nim nierównowagi (azjatyckie nadwyżki i amerykański deficyt oraz niedowartościowanie walut azjatyckich i przewartościowanie dolara) ma on zdaniem swoich zwolenników charakter trwały, nie należy więc spodziewać się jego rozpadu [Dooley, Folkerts-Landau, Garber, 2005]. Charakterystyczne jest to, że w hipotezie o powstaniu systemu Bretton Woods II złoto nie odgrywa żadnej roli. Ponadto przedstawiona koncepcja odnosi się do zjawisk mających charakter rynkowy, a nie do sformalizowanej reformy MSW.

W reakcji na globalny kryzys finansowy zaczęły pojawiać się koncepcje gruntownej przebudowy MSW. Warto zwrócić uwagę na dwie ich grupy. Pierwsza zawiera postulaty oparcia MSW na SDR-ach [Ocampo, 2017, s. 69–70]. Największy rozgłos zyskała w tym przypadku propozycja, którą wysunął w 2009 r. Zhou Xiaochuan, Prezes Ludowego Banku Chin. Dotyczyła ona reformy międzynarodowego systemu walutowego polegającej na zastąpieniu opartego na walutach narodowych pieniądza międzynarodowego pieniądzem ponadnarodowym, którego funkcję pełniłyby SDR-y [Xiaochuan, 2009]. Ze względu na ograniczone możliwości kreacji i wykorzystania SDR-ów, a także ich marginalny udział w światowych rezerwach dewizowych, projekty tego typu mają jednak niewielkie szanse na realizację [Skopiec, 2015].

Druga grupa koncepcji gruntownej przebudowy MSW zakłada zwiększenie roli złota w systemie. Postulatów tego typu pojawiało się dotychczas niemało, ale niewielu ekonomistów traktowało poważnie możliwość reaktywacji monetarnej roli złota. Jednym z najbardziej znanych orędowników złota był Robert Mundell, który uważał brak waluty ponadnarodowej pełniącej funkcję pieniądza światowego za jeden z głównych elementów dysfunkcjonalności współczesnego międzynarodowego systemu walutowego. Jednakże był on sceptyczny wobec możliwości pełnienia takiej funkcji przez SDR-y. Według Mundella SDR, jako koszyk walut, jest jedynie aktywem rezerwowym i miernikiem wartości. W związku z tym postulował on wprowadzenie pieniądza międzynarodowego opartego na złocie, które od stuleci utrzymuje stabilną wartość, cieszy się dużym zaufaniem jako środek tezauryzacji, a także nie może być dodrukowane. Warunkiem umożliwiającym funkcjonowanie

pieniądza międzynarodowego opartego na złocie była zdaniem Mundella stabilizacja jego wartości. W tym celu postulował on powołanie Funduszu Stabilizacji Złota (Gold Stabilization Fund) [Mundell, 1995]. Koncepcja Mundella spotkała się oczywiście ze sceptycyzmem. Zaskoczeniem było jednak, kiedy Roberl Zoellick, prezes Grupy Banku Światowego, wysunął w 2010 r. w artykule *The G20 Must Look beyond Bretton Woods II* propozycję zwiększenia roli złota w MSW. Postulował on uczynienie ze złota jednostki referencyjnej, która pozwoliłaby stabilizować nie tylko kursy walutowe, ale również ogólny poziom cen. Dystansując się od podręcznikowego traktowania złota jako przeżytku, podkreślił też, że współcześnie złoto może pełnić funkcję alternatywnego aktywa finansowego (*alternative monetary asset*) [Zoellick, 2010].

Do reformy MSW jednak nie doszło. Ponadto wydaje się, że system Bretton Woods II przetrwał globalny kryzys w znacznej mierze dzięki zapewnieniu przez Fed płynności dolarowej poprzez linie swapowe zawierane z bankami centralnymi. Pod wpływem szoku wywołanego wojną rosyjsko-ukraińską, sankcjami nałożonymi na Rosję oraz szokiem podażowym na rynku surowców (ropy i gazu) pojawiła się hipoteza o ewolucji MSW w kierunku systemu Bretton Woods III. Odwołuje się ona poniekąd do koncepcji waluty rezerwowej opartej na towarach (*commodity reserve currency*, CRC). Ekonomista Credit Suisse Zoltan Pozsar [2022] argumentuje, że w rezultacie trwającej obecnie wojny wyłoni się nowy MSW, w którym znacznie większą rolę odgrywała będzie waluta Chin oparta na koszyku towarów, w tym złocie. Podkreśla on, że w przeciwieństwie do systemu Bretton Woods II, który był oparty na *inside money* (kredytowej emisji dolara), Bretton Woods III bazować będzie na *outside money* (towary, w tym złoto). Znacznie większą międzynarodową rolę zacznie odgrywać Ludowy Bank Chin kosztem malejącego znaczenia dolara i Fed.

10.8. Perspektywy wzrostu znaczenia złota we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym

Złoto zdecydowanie przestało już być dla banków centralnych „barbarzyńskim reliktem" i jego rola w oficjalnych aktywach rezerwowych najprawdopodobniej będzie dalej wzrastać. Poza przedstawionymi już czynnikami, które spowodowały zmianę podejścia banków centralnych do złota i wzrost udziału kruszcu w rezerwach, pojawiło się wiele nowych, nie mniej istotnych determinant.

Szczególnie widocznym czynnikiem jest wzrost inflacji w skali globalnej po wielu latach dezinflacji, bardzo niskiej inflacji i epizodach deflacji. Ocenia się,

że obecna inflacja nie jest zjawiskiem przejściowym, lecz uporczywym. Zgodnie z prognozami MFW w 2022 r. inflacja wyniesie 5,7% w krajach wysoko rozwiniętych i 8,7% w gospodarkach wschodzących i krajach rozwijających się [MFW, 2022a, s. 11]. W tym kontekście zaletą złota jest nie tylko odporność na inflację, ale także tendencja do szybszego wzrostu cen złota w okresach wysokiej inflacji. Kluczowym czynnikiem pozostaje również bezprecedensowy wzrost zadłużenia w skali światowej. Globalny dług osiągnął gigantyczny poziom jeszcze przed koronakryzysem, który ten problem znacząco spotęgował, co doprowadziło do skokowego wzrostu wydatków na finansowanie pakietów antykryzysowych. W 2020 r. globalne zadłużenie wzrosło aż o 28 p.p., do poziomu 256% światowego PKB [MFW, 2022b, s. 1]. Istnieje w związku z tym duże prawdopodobieństwo, że ultraekspansywna polityka fiskalna finansowana wzrostem długu publicznego będzie źródłem kolejnego globalnego kryzysu, tym razem w formie kryzysu zadłużeniowego. Czynnikiem zwiększającym rolę złota w długim okresie będzie bezprecedensowy wzrost niepewności w gospodarce światowej spowodowany koronakryzysem i jego następstwami. Co prawda, kryzys ten ograniczył skupowanie złota przez banki centralne, a niektóre z nich powróciły nawet do jego sprzedaży, szybko okazało się jednak, że było to zjawisko krótkookresowe. W 2021 r. wartość złota zakupionego przez banki centralne ponownie wzrosła, a w 2022 r. osiągnęła rekordowe wielkości, nienotowane od 1967 r.

Czynnikiem potencjalnie hamującym wzrost rezerw złota w oficjalnych aktywach rezerwowych może być normalizacja polityki monetarnej przez najważniejsze banki centralne, w szczególności Fed i EBC, gdyż wzrost stóp procentowych zwiększa koszt alternatywny utrzymywania rezerw w złocie, podobnie jak dotychczas niskie stopy procentowe były istotnym czynnikiem stymulującym popyt banków centralnych na złoto. Należy jednak podkreślić, że ze względu na wysoką inflację realne stopy procentowe pozostaną nadal ujemne.

Kluczowe znaczenie ma również wyraźny wzrost cen złota w okresach napięć i kryzysów. Według najnowszej ankiety Światowej Rady Złota to właśnie ta cecha kruszcu jest obecnie uznawana przez banki centralne za najważniejszą [World Gold Council, 2021a]. Cena złota będzie utrzymywała się prawdopodobnie na wysokim poziomie bądź nawet dalej rosła ze względu na coraz częstsze kryzysy wynikające z oddziaływania czynników niefundamentalnych (epidemicznych i politycznych). Decydować będzie o tym również bardzo duży popyt prywatny, który stanowi zdecydowaną większość popytu światowego na złoto. Wraz ze wzrostem kryzysogenności współczesnego świata można spodziewać się, że popyt prywatny na kruszec będzie rósł, prowadząc do utrzymywania się jego ceny na wysokim poziomie. Jest to szczególnie widoczne w przypadku Indii i Chin, których łączny popyt na złoto

wzrósł z 25% popytu światowego w latach 90. do prawie 50% w ostatnich latach, co wynika przede wszystkim ze wzrostu zamożności w tych krajach. Należy przy tym podkreślić, że inwestowanie rezerw w złoto jest odzwierciedleniem podejścia długookresowego i ma charakter strategiczny. Krótkoterminowe fluktuacje ceny złota nie prowadzą do zmniejszenia jego zasobów przez banki centralne.

Znaczenie złota będzie rosło również ze względu na obawy dotyczące kondycji dolara amerykańskiego i perspektywy zmniejszenia jego dominacji w międzynarodowym systemie walutowym. Słabnąca rola dolara jako waluty rezerwowej wynika przede wszystkim z coraz mniejszego udziału gospodarki Stanów Zjednoczonych w tworzeniu globalnego PKB, pogarszającej się pozycji fiskalnej oraz olbrzymiego zadłużenia tego kraju, jak również z pojawienia się „konkurentów", przede wszystkim w postaci chińskiego renminbi [Eichengreen, 2011, s. 143–147]. Ponadto istotne mogą być tutaj same oczekiwania dotyczące spadku międzynarodowego znaczenia dolara i odejścia od dolarocentrycznego MSW.

Dalszy wzrost udziału złota w rezerwach banków centralnych niektórych gospodarek wschodzących jest możliwy ze względu na próby wdrażania strategii dedolaryzacji [Liu, Papa, 2022]. Dotychczas było to widoczne szczególnie w przypadku Rosji. Wojna rosyjsko-ukraińska pokazała jednak, że istnieją znaczące problemy w zakresie kontroli i upłynniania rezerw złota, które traktowane było dotąd jako *asset of last resort*. Zamrożenie rosyjskich rezerw złota utrzymywanych poza Rosją oraz problemy ze sprzedażą ulokowanych w tym kraju zasobów kruszcu za dolary mogą osłabić dążenie do gromadzenia złota w ramach strategii dedolaryzacji. Jednakże prawdopodobne wydaje się obecnie skupowanie rosyjskiego złota przez Chiny ze względu na nie tylko dążenie tego kraju do zmniejszenia udziału rezerw w dolarach amerykańskich, lecz również jego mocarstwowe ambicje. Ponadto sankcje nakładane na Rosję mogą stanowić dla innych krajów bodziec do dalszego zmniejszania zależności od dolara.

Perspektywy zwiększania znaczenia złota wiążą się również z proliferacją państwowych funduszy majątkowych (*sovereign wealth fund* – SWF) i olbrzymim wzrostem zarządzanych przez nie aktywów. SWF prowadzą od lat politykę dywersyfikacji portfeli w aspekcie zarówno geograficznym, jak i przedmiotowym. Dotychczas tylko nieliczne SWF inwestowały jednak w złoto [World Gold Council, 2017]. Wynikało to najprawdopodobniej z faktu, że celem SWF jest – w większym stopniu niż ma to miejsce w przypadku banków centralnych – osiągnięcie zysku z portfela rezerw i dlatego fundusze te prowadzą bardziej ryzykowne strategie inwestycyjne. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę znaczące wzrosty cen złota w okresach nasilania się niestabilności i kryzysów, które stają się coraz częstsze, można spodziewać się rosnącego zainteresowania ze strony SWF inwestowaniem w złoto.

Obecnie szczególne miejsce w debacie na temat potencjalnej roli złota w MSW odgrywa kwestia rozwoju rynku kryptoaktywów. Kryptoaktywa nie stanowią jednak alternatywy dla złota jako składnika rezerw. Współcześnie często można niestety spotkać się ze stwierdzeniem, że bitcoin stanowi „cyfrowe złoto". Podobnego języka używa się powszechnie w odniesieniu do kreacji kryptowalut, nazywając ten proces „wydobywaniem" (*mining*), co może stwarzać pewną analogię do pozyskiwania kruszcu. Przytoczone określenia mogą wbrew pozorom działać na korzyść złota poprzez uwypuklanie przepaści między unikatowymi cechami kruszcu i cechami stanowiących przykład patologii współczesnego systemu finansowego kryptoaktywów.

Można zaryzykować stwierdzenie, że znaczenie złota będzie rosło pod wpływem wzrostu liczby i kapitalizacji kryptoaktywów oraz trwającej obecnie „cyfrowej rewolucji". W tym kontekście gromadzenie znacznych rezerw złota można uznać również za czynnik wzmacniający zaufanie do banku centralnego i waluty krajowej. Proliferacja kryptowalut prowadzi do spadku zaufania do międzynarodowego systemu monetarnego. Są to aktywa nieposiadające prawnego emitenta, mające w przeważającej mierze charakter spekulacyjny, charakteryzujące się gigantycznymi zmianami ceny (nie warto w tym kontekście używać słowa „wartość") oraz stwarzające ryzyko finansowania działalności przestępczej i terroryzmu. Złoto daje gwarancję bezpieczeństwa, gdyż nie zagrażają mu ataki hakerów czy inne formy cyberprzestępczości. Jest zatem bardzo mało prawdopodobne, aby banki centralne włączyły kryptoaktywa do portfeli rezerw dewizowych.

Należy podkreślić, że wszystkie przywołane do tej pory argumenty odnosiły się do potencjalnego wzrostu znaczenia złota jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych. Zupełnie inną kwestią są rozważania na temat przywrócenia monetarnej roli złota, które stanowią od dziesięcioleci przedmiot zaciętych debat, przez co zdążyło już dojść w tym zakresie do znaczącej polaryzacji stanowisk. Współcześnie rodzi się jednak pytanie, czy wobec rosnącego zainteresowania banków centralnych zwiększaniem udziału złota w rezerwach dewizowych oraz bezprecedensowego wzrostu niepewności w gospodarce światowej możliwa jest remonetyzacja złota.

Ze względu na zupełnie nierealistyczny scenariusz przywrócenia monetarnych funkcji złota poprzez reformę MSW [Gold and the International Monetary System, 2012] coraz częściej rozważa się możliwość indywidualnego przywrócenia walut opartych bezpośrednio lub pośrednio na złocie [Belke, Volz, 2015]. Takie rozwiązanie z jednej strony wzmacniałoby wiarygodność i zaufanie do pieniądza krajowego, z drugiej zaś ograniczałoby możliwość kreowania bazy monetarnej przez bank centralny i w związku z tym możliwości antykryzysowego oddziaływania

polityki pieniężnej. W tym kontekście podkreśla się jednak, że historycznie rzadko kiedy utrzymywano 100% pokrycia bazy monetarnej w rezerwach złota, w związku z czym indywidualne wprowadzenie walut opartych na złocie przy częściowym pokryciu w kruszcu (rzędu 30–50%) nie wymagałoby drastycznego zwiększenia rezerw złota. Zasadniczym problemem pozostaje jednak kwestia dużych fluktuacji cen złota i brak możliwości wpływania przez banki centralne na ceny kruszcu ze względu na to, że większość jego zasobów (ok. 80%) znajduje się w sektorze prywatnym. W tej sytuacji należy uznać, że złoto nie mogłoby w sposób efektywny pełnić funkcji miernika wartości. Innym problemem jest kwestia potencjalnej wymienialności pieniądza krajowego na złoto. Podobnie, wobec istnienia rozwiniętych prywatnych rynków złota, wymienialność waluty krajowej na złoto po oficjalnym kursie prowadziłaby bowiem do spekulacji kruszcem i utraty rezerw złota przez bank centralny.

Wieloletnie przyzwyczajenie do możliwości stosowania dyskrecjonalnej polityki pieniężnej pozostaje główną przesłanką uniemożliwiającą przywrócenie monetarnych funkcji złota. Autonomiczna, niezależna polityka pieniężna jest obecnie bardzo aktywnie wykorzystywanym instrumentem wpływania na procesy makroekonomiczne i kraje nie byłyby skłonne ograniczyć możliwości jej dyskrecjonalnego stosowania poprzez formalne powiązanie walut krajowych ze złotem. Jednakże wysoce prawdopodobny jest dalszy wzrost znaczenia złota jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych, co może być postrzegane *de facto* jako pokrycie części podaży pieniądza w kruszcu. Zjawisko to stanowiłoby analogię do systemu z Bretton Woods, w którym znacząca część rezerw dewizowych ulokowana była w złocie mimo braku zarówno formalnego powiązania walut krajowych ze złotem, jak i wymienialności tych walut na złoto.

10.9. Zakończenie

Obecnie złoto w międzynarodowym systemie walutowym występuje głównie w funkcji składnika oficjalnych aktywów rezerwowych, czyli jako środek tezauryzacji. Złoto stanowi drugi co do wielkości składnik światowych rezerw dewizowych. Kruszec pozostaje istotnym składnikiem rezerw ze względu na zarówno jego strategiczne znaczenie, jak i możliwości dywersyfikacji portfela rezerw. Złoto nie pełni jednak we współczesnym systemie walutowym funkcji środka płatniczego i jednostki obrachunkowej.

Wzrost popytu na złoto ze strony banków centralnych nie jest wyrazem dążeń do reformy międzynarodowego systemu walutowego. Decyzje banków centralnych

o zakupie złota mają charakter bardzo zindywidualizowany. Wynikają one z dążenia do dywersyfikacji rosnących rezerw dewizowych i utrzymania wartości portfela rezerw, wzmocnienia wiarygodności i zaufania do banku centralnego, jak również z takich powodów jak wspieranie krajowego przemysłu wydobywczego złota czy realizowanie strategii dedolaryzacji. Ponadto należy podkreślić, że w przypadku gospodarek wschodzących udział złota w rezerwach dewizowych jest znacząco niższy niż wśród wielu krajów rozwiniętych. Stwarza to zatem przestrzeń do dalszego zwiększania udziału złota w oficjalnych aktywach rezerwowych gospodarek wschodzących.

Na pewno nie należy spodziewać się przywrócenia wymienialności pieniądza krajowego na złoto w formie zarówno bezpośredniej, jak i pośredniej. Możliwe są próby stabilizowania wartości pieniądza krajowego i budowania zaufania do niego poprzez powiązanie go z koszykiem, w którego skład wchodziły będą towary, w tym złoto. Jednakże należy w tym przypadku zwrócić uwagę na znaczące wahania cen zarówno surowców, jak i złota. Byłby to zatem rodzaj systemu stałego kursu walutowego, a nie powiązanie waluty ze złotem.

Ponadto większe jest prawdopodobieństwo, że próby powiązania pieniądza ze złotem będą miały charakter unilateralny, polegający na niezależnym podejmowaniu takiej decyzji przez poszczególne kraje. Mało prawdopodobna jest natomiast holistyczna reforma MSW i szansa powiązania pieniądza ze złotem w sposób multilateralny. Należy podkreślić, że zasadniczą barierę dla powiązania pieniądza krajowego ze złotem stanowią znaczne wahania rynkowych cen kruszcu, które poważnie ograniczają możliwość pełnienia przez złoto funkcji miernika wartości. Zupełnie nieprawdopodobne, jak również niepotrzebne, byłyby próby ponownego zastosowania go w funkcji środka płatniczego ze względu na wysoki poziom rozwoju systemów płatniczych.

Wysoce możliwy jest dalszy wzrost znaczenia złota jako aktywa rezerwowego banków centralnych. Współcześnie wyłoniły się nowe przesłanki wzrostu znaczenia złota w rezerwach złota. Są to w szczególności: powracający po wielu latach problem wysokiej i uporczywej inflacji w skali globalnej, przedłużający się koronakryzys powodujący niespotykaną dotąd niepewność w gospodarce światowej, wybuch wojny rosyjsko-ukraińskiej i wzrost napięć geopolitycznych, postępująca cyfryzacja i „prywatyzacja" pieniądza oraz spadek zaufania do systemu monetarnego opartego na kredytowej emisji pieniądza.

Bibliografia

Belke, A.H., Volz, U. (2015). On the Unilateral Introduction of Gold-Backed Currencies, *Intereconomics*, 5(50), s. 294–300.

Bernholz, P. (2002). Advantages and Disadvantages of the Holding of Gold Reserves by Central Banks – With Special Reference to the Swiss National Bank, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 138(2), s. 99–113.

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

Bordo, M.D., Eichengreen, B. (1998). The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System, *NBER Working Paper*, 6436.

Bordo, M.D., McCauley, R.N. (2017). Triffin: Dilemma or Myth?, *BIS Working Paper*, 684.

Dooley, M., Folkerts-Landau, D., Garber, P. (2003). An Essay on the Revived Bretton Woods System, *NBER Working Paper*, 9971.

Dooley, M., Folkers-Landau, D., Garber, P. (2005). *Asia, Interest Rates and the Dollar*. New York: Deutsche Bank.

Drabowski, E. (1988). *Pieniądz międzynarodowy*. Warszawa: PWE.

Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford: Oxford University Press.

Eichengreen, B. (2019). *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press.

Eichengreen, B., Sussman, N. (2000). The International Monetary System in the (Very) Long Run, *IMF Working Paper*, WP/00/43.

Gold and the International Monetary System (2012). *Report by the Chatham House Gold Taskforce*. London: The Royal Institute of International Affairs.

Jurek, M. (2011). *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

Liu, Z.Z., Papa, M. (2022). *Can BRICS De-dollarize the Global Financial System?*. Cambridge: Cambridge University Press.

MFW (2021). *Gold in the IMF*, https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/42/Gold-in-the-IMF (dostęp: 8.04.2022).

MFW (2022a). *World Economic Outlook*, April.

MFW (2022b). *Fiscal Monitor*, April.

Monnet, E., Puy, D. (2019). Do Old Habits Die Hard? Central Banks and the Bretton Woods Gold Puzzle, *IMF Working Paper*, WP/19/161.

Mundell, R. (1995). The International Monetary System: The Missing Factor, *Journal of Policy Modeling*, 17(5), s. 479–492.

Ocampo, J.A. (2017). *Resetting the International Monetary (Non)System*. Oxford: Oxford University Press.

Pittaluga, G.B., Seghezza, E. (2021). *Building Trust in the International Monetary System. The Different Cases of Commodity Money and Fiat Money*. Cham: Springer.

Pozsar, Z. (2022). *Bretton Woods III*. Credit Suisse.

Pszczółka, I. (2011). *Współczesne waluty międzynarodowe*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu.

Rickards, J. (2017). *Najtwardsza waluta świata*. Gliwice: Helion.
Skopiec, D. (2015). Rola specjalnych praw ciągnienia we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym, *Gospodarka Narodowa*, 5, s. 89–118.
Skopiec, D. (2017). *Akumulacja rezerw dewizowych we współczesnej gospodarce światowej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
Twarowska-Mól, K. (2021). *Międzynarodowy system walutowy. Od złota do waluty cyfrowej*. Warszawa: CeDeWu.
United States Gold Commission (1982). *Report to the Congress of the Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Monetary Systems*, vol. I. Washington: United States Department of the Treasury.
Williamson, J. (2009). Understanding Special Drawing Rights (SDRs), *Policy Brief*, 09–11, Peterson Institute for International Economics.
World Gold Council (2010). *The Evolution in Central Bank Attitudes Toward Gold*.
World Gold Council (2017*). Enhancing the Wealth of Nations: Gold and Sovereign Wealth Funds*.
World Gold Council (2019). *Summary of Identified Sales under the Central Bank Gold Agreements*.
World Gold Council (2021a). *2021 Central Bank Gold Reserves Survey*.
World Gold Council (2021b). *A Central Banker's Guide to Gold as a Reserve Asset*, 2 ed.
World Gold Council (2022). *Recent Reported Changes in Central Bank Reserve Holdings*.
Xiaochuan, Z. (2009). Reform the International Monetary System, *Bank for International Settlements Review*, 41, s. 1–3.
Zoellick, R. (2010). The G20 Must Look beyond Bretton Woods II, *Financial Times*, 8 November.

THE ROLE OF GOLD IN THE CONTEMPORARY INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM AND THE PROSPECTS OF ITS RISING INFLUENCE

Abstract

The purpose of this paper is to examine the scope and areas of the contemporary use of gold in the official sector as well as factors that could contribute to the rise in the role of gold in the international monetary system and those that could limit such prospects. The analysis focuses on the function of gold as an official reserve asset held by central banks. The author seeks to answer the question whether – given the rising stocks of gold held by central banks and unprecedented uncertainty and risks in the global economy – it is viable to restore the monetary role of gold.

The conducted analysis demonstrates that the demise of the Bretton Woods System ended the era of national currencies backed by gold and its official role in the interna-

tional monetary system. However, it does not mean eliminating the monetary role of gold entirely. Since that time gold has not been a form of legal tender or a store of value anymore. Nevertheless, the ore has played the role of a store of value to a significant extent in both official and private sectors. In the aftermath of the global financial crisis and given the turbulent nature of the global economy, gold has regained its appeal as a strategic reserve asset. However, central banks' purchases cannot be understood as their aspiration to reform the international monetary system. Conversely, it stems from individual motives, such as a need for reserves diversification, enhancing central banks' credibility, providing support for the local mining sector as well as de-dollarisation efforts. Any holistic reform of the international monetary system attempting to restore a formal link to gold remains highly unlikely. Substantial fluctuations in the price of the ore remain a barrier for gold to perform the store of value function effectively. It would also be hard to imagine attempts to reintroduce gold as a legal tender due to the highly developed payment systems. This notwithstanding, it is very probable that gold would rise further as an official reserve asset, particularly in emerging market economies. Several factors would contribute to such a scenario. They include high and persistent inflation at a global scale, unprecedented uncertainty in the world economy in the wake of corona-crisis, the ongoing Russia – Ukraine war and rising geopolitical pressures, digital transformation and "privatisation" of money as well as eroding trust in the current monetary order based on credit money.

Keywords: central bank, international monetary system, monetary policy, official reserve assets, gold

JEL Classification: E42, E52, E58, F31, F33

Rozdział 11

UPADEK SYSTEMU Z BRETTON WOODS, *CARRY TRADE* I KREDYTY FRANKOWE

Stanisław Jan Adamczyk

Abstrakt

Upadek systemu z Bretton Woods jest jedną z ważnych instytucjonalnych przyczyn fali pozwów przeciwko bankom, przetaczającej się przez polskie sądy w związku z kredytami indeksowanymi do franka szwajcarskiego.

Polska w latach 90. XX w. dołączyła do światowego systemu walutowego w fazie silnej ekspansji zasilanej długiem gospodarek krajów rozwiniętych, akceptując deregulacyjne rozwiązania instytucjonalne MFW, w tym m.in. zniesienie ograniczeń dla spekulacyjnych przepływów kapitałowych i płynny kurs walutowy. Kredyty frankowe w Polsce, w postaci arbitrażu odsetkowego *carry trade*, były oferowane w okresie zwanym „erą baniek spekulacyjnych Greenspana–Bernanke'a". Upadek Lehman Brothers (2008) wywołał nie tylko kataklizm finansowy w USA, lecz doprowadził także do załamania kursu polskiej waluty, ujawniając negatywne konsekwencje „odejścia od złotej kotwicy" w międzynarodowym systemie monetarnym.

Mimo wybuchu kryzysu na Wall Street, w centrum globalnego systemu monetarnego, poważne konsekwencje tego zdarzenia poniosły peryferyjne kraje rozwijające się – w tym polscy kredytobiorcy frankowi. Globalny kryzys finansowy zapoczątkował problem niespłacalnego w normalnych warunkach zadłużenia części krajów G7. Zdarzenia, które miały miejsce po wybuchu kryzysu z 2008 r. (w tym koronakryzys), wymusiły na największych bankach centralnych stosowanie luzowania ilościowego i utrzymywanie zerowych stóp procentowych. Trwająca deprecjacja walut rezerwowych, wskutek mechanizmu kursu krzyżowego, wpływa negatywnie na sytuację finansową kredytobiorców frankowych w Polsce.

Słowa kluczowe: banki centralne, *carry trade*, kredyty frankowe, luzowanie ilościowe, miernik wartości, równowaga makroekonomiczna

Kody JEL: E44, E52, 58, E59

11.1. Wprowadzenie

Decyzją prezydenta Richarda Nixona z sierpnia 1971 r. dolar amerykański stracił „pokrycie w złocie", pieniądz narodowy Stanów Zjednoczonych pozostał jednak dominującą walutą fakturowania i jednostką rozliczeniową w obrocie światowym. Złoto – międzynarodowy „wzorzec wartości pieniądza" – zastąpiono zaś zaufaniem do siły amerykańskiej gospodarki i zdolnością dolara do przechowywania owoców pracy narodów – siły nabywczej w czasie[1].

Zdarzenie to oznaczało upadek systemu z Bretton Woods, który powstał w odpowiedzi na niszczące gospodarkę światową wojny handlowe. Wojny handlowe zakończyły falę deregulacji i globalizacji po wybuchu w USA w 1929 r. wielkiego kryzysu.

Wskutek jednostronnego odejścia od „złotej kotwicy" usunięty został istniejący, stabilny i powszechnie uznawany twardy mechanizm wymuszający dyscyplinę makroekonomiczną państw uczestniczących w światowym systemie gospodarczym wraz z jego szybko korygującym deficyty oddziaływaniem.

Ze względu na upłynnienie kursów walutowych powstał nowy element niepewności – ryzyko kursowe (walutowe) w rozliczeniach międzynarodowych. Dolar amerykański, jako waluta światowa, pozostał podstawowym elementem rezerw banków centralnych. W tej sytuacji Stany Zjednoczone uzyskały nadzwyczajny przywilej trwałego długoterminowego utrzymywania wysokiego deficytu rachunku obrotów bieżących bez ponoszenia ryzyka walutowego związanego z zadłużaniem się za granicą [Varoufakis, 2015, s. 121][2]. Ta trwałość jest możliwa dzięki „rolowaniu terminów" zapadalności. Obligacje zapadające są zastępowane nowo emitowanymi. Rynek obligacji skarbowych USA (*US treasury bonds*) stał się podstawą długu Stanów Zjednoczonych w systemie światowym, a także „akumulatorem" do przechowywania owoców pracy krajów rozwijających się.

Z zasady banki centralne krajów rozwiniętych odeszły od prowadzenia polityki kursowej na rzecz polityki celu inflacyjnego i oddziaływania na stopę procentową na krajowym rynku pieniężnym[3]. Współpracę międzynarodową w zakresie opartego na porozumieniu ustalania wzajemnej siły nabywczej walut krajowych zastąpiło przekonanie, że nierównowagi bilansu handlowego i płatniczego innych

---

1 Popyt na dolara po tym zdarzeniu zapewniły umowy Stanów Zjednoczonych z Arabią Saudyjską, która zobowiązała się sprzedawać ropę naftową za walutę USA; uzyskane w ten sposób środki inwestowała w amerykańskie obligacje skarbowe. Dołączenie Chin do Światowej Organizacji Handlu (WTO) i ekspansja gospodarcza tego kraju zapewniły także długoterminowy, silny popyt na dolara USA i jego obligacje skarbowe.

2 Jak zauważa Varoufakis [2015], dolar stał się od tego momentu narzędziem „recyclingu nadwyżek handlowych" uczestników systemu światowego.

3 Szerzej pisze o tym Joanna Niedźwiedzińska w rozdziale 5 niniejszej monografii.

uczestników handlu światowego będą automatycznie (samoczynnie) korygowane przez płynny kurs walutowy i rynkowe mechanizmy dostosowawcze wynikające z popytu na walutę i jej podaży[4].

Obowiązujący zatem na rynku FOREX płynny kurs waluty stał się w krajach rozwijających się, obok stopy procentowej ustalanej przez bank centralny, fundamentalnym, zewnętrznym wobec lokalnego banku centralnego czynnikiem cenotwórczym dla gospodarki – określającym wielkość zagranicznego zadłużenia wobec reszty świata oraz cenę płaconą przez jego rezydentów za dobra i usługi dostępne w obrocie międzynarodowym.

Deregulacja obrotu dewizowego i wycofanie się z regulacji przepływu kapitału zintegrowały kraje wysoko rozwinięte z krajami rozwijającymi się w procesie globalizacji finansowej. Uformował się wówczas wysokopłynny, w pełni zdigitalizowany, międzynarodowy rynek walutowy FOREX z płynnym kursem walutowym.

Zachowanie wymienialności walut przy jednoczesnym usunięciu „złotego wzorca pieniądza" uruchomiło praktyki, które obserwatorzy rynku nazywają „wojnami walutowymi" [Rickards, 2012, s. 95]. „Złota kotwica" z Bretton Woods nie była doskonała, ale eliminowała ze stosunków międzynarodowych pokusę nadużycia praw innych uczestników systemu, polegającą m.in. na:

- zadłużaniu się za granicą ponad swoją realną zdolność do obsługi zaciągniętego długu i bankructwo państwa na szkodę międzynarodowych wierzycieli;
- powolnej „ucieczce" od zobowiązań przez inflacyjne osłabianie siły nabywczej waluty używanej do rozliczeń;
- „podkradaniu popytu" przez politykę zubożania sąsiada, zakładającą sztuczne zaniżanie kursu walutowego własnej waluty narodowej.

Manipulacje walutowe stały się w polityce międzynarodowej na tyle głośne, że w 2015 r. wprowadzono w USA w życie *Trade Facilitation and Trade Enforcement Act* (dalej jako „TFTEA") [114th Congress, 2015]. Od czasu przyjęcia tej regulacji Departament Skarbu ściśle monitoruje interwencje walutowe banków centralnych – i wskazuje potencjalnych „manipulatorów walutowych", w sztuczny sposób poprawiających swój bilans w handlu międzynarodowym (na szkodę innych krajów).

Na podstawie badania sporządzane są okresowe raporty pozwalające wyłonić banki centralne wpływające na cenę swoich walut [U.S. Department of The Treasury, 2020]. W 2016 r. należały do nich takie kraje jak Chiny, Japonia, Niemcy i Korea Południowa, a w 2020 r. za manipulatora walutowego uznano Szwajcarię.

---

4 Pietrucha [2014] zbadał problem dostosowań rachunku obrotów bieżących w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2008–2012 dzięki płynnemu kursowi walutowemu. Wskazał on, że kwestia ta jest słabo potwierdzona empirycznie. Wynikiem badania jest stwierdzenie, że szybsze i trwalsze mechanizmy dostosowawcze rachunku obrotów bieżących zapewnia sztywny kurs walutowy.

Autor niniejszego opracowania uważa, że wydarzenia mające miejsce w zglobalizowanym systemie monetarnym po upadku Bretton Woods oddziałują negatywnie na obecną sytuację finansową krajowych kredytobiorców „frankowych".

Globalny kapitał, broniąc się przed „wywłaszczeniem" z siły nabywczej wynikającej z „nadzwyczajnej" polityki pieniężnej głównych banków centralnych, „ucieka" do bezpiecznej przystani, jaką jest waluta kraju (w tym przypadku Szwajcarii) utrzymującego twardą dyscyplinę makroekonomiczną, wpływając w ten sposób na wysokość zadłużenia kredytobiorców w Polsce.

Celem niniejszego opracowania będzie zarysowanie związku przyczynowo-skutkowego między:

- falą procesów przetaczających się przed polskimi sądami w związku z kredytami indeksowanymi do waluty CHF a
- rozpadem systemu z Bretton Woods.

Cel ten zostanie osiągnięty przez opis mechanizmów determinujących kurs walutowy CHF/PLN oraz wykazanie, że frank szwajcarski wskutek przemian instytucjonalnych, które nastąpiły w międzynarodowym systemie monetarnym, jest dysfunkcjonalnym miernikiem wartości zobowiązań dla polskiego rezydenta.

Omawiane zagadnienie zasługuje na uwagę w dyskusji naukowej głównego nurtu, gdyż dotyka pomijanego aspektu ekonomii – uznawania „kursu rynkowego waluty" za uczciwy i rzetelny miernik wartości w stymulowanym transakcjami spekulacyjnymi i polityką największych banków centralnych globalnym systemie monetarnym.

Opracowanie posiada charakter interdyscyplinarny. Przed sądami powszechnymi w Polsce toczy się spór prawny między „równoległymi wersjami rzeczywistości": a) bankową „prawdą rynku finansowego" z jej dogmatem „kursu rynkowego" oraz b) konsumenckim rozumieniem prawa unijnego w powiązaniu z koncepcją „abuzywności postanowień umownych", wraz z ugruntowaną historycznie „prawdą prawa" dotyczącą sensu i celu waloryzacji długoterminowych świadczeń pieniężnych.

Między tymi alternatywnymi wersjami „prawdy" istnieją znaczące różnice w rozumieniu rzeczywistości, jest więc zasadne szczegółowe przyjrzenie się problemowi, który kryje się za „ceną rynkową" franka szwajcarskiego w Polsce.

W części pierwszej opracowania opisano wpływ polityki pieniężnej największych banków centralnych i mechanizmu spekulacyjnego *carry trade* na stabilność kursów walutowych w krajach rozwijających się. W części drugiej ukazany został moment włączenia krajowego systemu pieniężnego w globalny system monetarny. W części trzeciej zarysowano zaś wpływ mechanizmu transmisji kryzysu długów suwerennych państw strefy euro na sytuację kredytobiorców frankowych. Następnie w części czwartej przedstawiono ingerencję szwajcarskiego banku centralnego (SNB) w mechanizmy cenotwórcze. W części piątej zobrazowano zaś zakończe-

nie akcji kredytowej w Polsce wskutek szoku zewnętrznego – upadku we wrześniu 2008 r. banku inwestycyjnego Lehman Brothers. Przedmiotem rozważań przedstawionych w części szóstej jest matematyczna dysfunkcjonalność CHF jako miernika siły nabywczej. W części siódmej zostały natomiast wskazane wybrane konsekwencje „wyjęcia złotego bezpiecznika" ze światowego systemu monetarnego. Artykuł zamyka podsumowujące całość rozważań zakończenie.

11.2. Między spekulacją a polityką monetarną

Płynny kurs walutowy uruchomił spekulację walutami na niespotykaną wcześniej skalę. Wraz z upływem czasu rynek ten zdominowały transakcje krótkoterminowe, które przyczyniły się do przekształcenia go w globalne kasyno. W trakcie jednej minuty światowego handlu waluty o wartości 1,4 mld USD zmieniają właściciela. Branża dostarczycieli kontraktów na waluty (*contract for difference*, CFD) szacuje, że prawie 10 mln traderów na świecie zajmuje się aktywnie spekulacją walutową [Broker Notes, 2022]. Rynek walutowy jest atrakcyjny dla inwestorów ze względu na swoją wysoką płynność i niską efektywność informacyjną. Nie jest on jednak miejscem kształtowanym wyłącznie przez decyzje inwestorów.

Po upadku systemu z Bretton Woods najważniejszym aktorem na rynku walutowym stał się amerykański bank centralny (Fed), a dolar USA uzyskał status „waluty bezpiecznej przystani" (*safe haven*)[5]. Polityka pieniężna Fed, ze względu na dominującą płynność dolarową w międzynarodowym systemie walutowym, decyduje o geograficznych kierunkach przepływu kapitału.

W tym środowisku globalni inwestorzy przeprowadzają arbitraż odsetkowy (*carry trade*) dzięki istniejącym między obszarami płatniczymi różnicom stóp procentowych – „produkcie" polityki pieniężnej największych banków centralnych. Korzyścią z tego arbitrażu są tzw. punkty swapowe wynikające ze spekulacyjnej zamiany „waluty taniej" (niskooprocentowanej) na „walutę drogą" (wysoko oprocentowaną) wraz z przejęciem ryzyka walutowego (w wersji niezabezpieczonej).

Spekulacja *carry trade* jest możliwa dzięki występowaniu niedoskonałości prawa naturalnego rynku walutowego, tzw. zabezpieczonego parytetu stopy procentowej[6].

---

5 Ze względu na dominującą pozycję dolara w światowym systemie monetarnym, mimo zadłużenia federalnego USA na poziomie wyższym niż 124% PKB (według stanu na dzień 8.06.2022), agencje ratingowe oceniają ryzyko kredytowe USA na: AAA (Fitch Ratings, Moody's) oraz AA+/A–1+ (Standard & Poors) [FRED, 2022].

6 Jest to zależność między stopą procentową walut z dwóch rynków pieniężnych a kursem walutowym przy dokonywaniu transakcji arbitrażowej. Badanie przeprowadzone przez Śliwińskiego [2013] wykazało, że *carry trade* przynosiło spory zysk.

Mechanizm ten polega na zadłużaniu się (pozycja krótka) inwestorów w wysokopłynnych walutach krajów *safe haven*, takich jak dolar amerykański (USD), jen japoński (JPY) i frank szwajcarski (CHF), które charakteryzuje niska stopa procentowa na rynku pieniężnym, a następnie, po dokonaniu transakcji dewizowej zamiany waluty, inwestowaniu w aktywa denominowane w walutach o wysokim oprocentowaniu (długa pozycja) w celu uzyskania korzyści odsetkowych.

Strategię *carry trade* stymuluje Fed przez zmiany stóp procentowych na swoim rynku pieniężnym [McKinnon, 2014, s. 5]. Niskie stopy Fed wzmacniają globalną spekulację – „wysyłają dolara na rynki rozwijające się" w poszukiwaniu wyższej stopy zwrotu na rynkach aktywów (faza odpływu). Wysokie stopy Fed hamują zaś spekulację na rynkach rozwijających się, przyciągając „morze światowego dolara" na rynek amerykańskiego długu, wskutek czego pękają bańki spekulacyjne na rynkach rozwijających się (faza przypływu). W ten sposób Fed stymuluje już od jakiegoś czasu powstawanie baniek spekulacyjnych na rynkach rozwijających się [McKinnon, 2014, s. 1]. Wysoka nadpłynność systemowa dolara działa procyklicznie i uzależnia świat od polityki pieniężnej Fed [Song Shin, 2016, s. 1–14]. Dominującym mechanizmem międzynarodowej płynności stały się transakcje swapowe.

Banki centralne krajów rozwijających się ze słabnącą walutą podnoszą stopy procentowe w celu przyciągnięcia globalnego kapitału spekulacyjnego, czego efektem jest uruchomienie mechanizmu *carry trade* i w efekcie – wzmocnienie kursu własnej waluty. Rentowność obligacji na krajowych rynkach pieniężnych, wskutek globalizacyjnego zintegrowania rynków finansowych, oddziałuje na kierunki przepływu międzynarodowego kapitału.

Wysoki dysparytet stóp procentowych prowadzi jednak do spekulacyjnego przewartościowania waluty i docelowego rynku aktywów (tzw. bańki spekulacyjnej). Bańki spekulacyjne na rynkach rozwijających się powstają wskutek nadmiernej skłonności do ryzyka gorącego kapitału i pękają pod wpływem negatywnych zdarzeń, gwałtownie zmieniających percepcję postrzeganego ryzyka (*risk off event*).

Mechanizm powstawania baniek spekulacyjnych opisuje teoria niestabilności finansowej Hymana Minsky'ego. Wskazuje ona na immanentną niestabilność i nieprzewidywalność rynku finansowego [Crotty, 2013, s. 26]. Pękanie baniek spekulacyjnych jest dowodem okresowej stadnej nieracjonalności zachowań uczestników rynków finansowych. Po wybuchu wielkiego globalnego kryzysu finansowego teoria Minsky'ego ukazała zawodność teorii efektywności informacyjnej rynku finansowego Eugene'a Famy.

Dla spekulantów najważniejszym źródłem zewnętrznych uwarunkowań behawioralnych są media rozumiane jako kreator narracji. Trendy w cyklu koniunkturalnym i zachowania stadne pogłębia komercjalizacja mediów, które w celu

zwiększenia swoich zasięgów przejawiają wyraźną tendencję do koloryzowania informacji, poszukiwania sensacji i budowania skrajnych emocji u odbiorców.

Szum informacyjny jest często źródłem dezinformacji i w konsekwencji błędnych decyzji inwestycyjnych. W światowych narracjach rynkowych można zaobserwować gwałtowne przeskoki informacyjne budzące w społeczności inwestorskiej skrajne instynkty. Wobec występowania naprzemiennych fali euforii i strachu trudno mówić o efektywności informacyjnej płynnego kursu walutowego jako narzędzia odpowiedzialnej budowy równowagi makroekonomicznej między krajami.

11.3. Moment włączenia Polski w światowy system finansowy

Polska włączyła się w globalny system finansowy po przeprowadzeniu transformacji ustrojowej odciętej od mechanizmów światowego rynku pieniądza centralnie kierowanej gospodarki PRL. W 1989 r. weszły w życie nowe regulacje dewizowe przyznające rezydentom prawo do posiadania walut obcych. W wyniku tzw. strukturalnych dostosowań w Polsce implementowano systematycznie deregulacyjne rozwiązania instytucjonalne zaproponowane przez MFW [Roaf, Atoyan, Joshi, Krogulski, 2014].

Od 1999 r. w prawie dewizowym dopuszczono możliwość rozliczania się w walutach obcych i zwiększono swobodę wymiany walutowej między rezydentami i nierezydentami. Pełne upłynnienie kursu złotego nastąpiło w kwietniu 2000 r. Intensywny napływ zagranicznych inwestycji do Polski zaobserwowano jednak dopiero po wejściu Polski do Unii Europejskiej (UE) [Ancyparowicz, 2013]. Wydarzenie to spowodowało silną aprecjację waluty krajowej[7].

Moment włączenia Polski w światowy system finansowy był okresem rozgrzania gospodarki światowej. Polityka Fed była w tym czasie determinowana przez oczekiwania interesariuszy z Wall Street. Pęknięcie bańki na spółkach internetowych (2001) rozpoczęło okres nazwany przez ekspertów „erą baniek Greenspana–Bernanke'a". Fed radykalnie obniżył stopy po pęknięciu tych baniek do poziomu 1%, aby ocalić m.in. majątek akcjonariuszy spółek z Wall Street [McKinnon, 2014, s. 2].

Ze względu na przegrzanie gospodarki w latach 2004–2005 Fed podnosił 17 razy swoje stopy procentowe, aby zatrzymać narastanie bańki cenowej na rynku nieruchomości. Nie zapobiegło to jednak wielkiemu globalnemu kryzysowi, powstałemu wskutek pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości oraz ekscesów

[7] Aprecjacja waluty po wejściu do UE to prawidłowość zaobserwowana także po wcześniejszym przystąpieniu innych krajów.

bankierów inwestycyjnych na rynku instrumentów powiązanych z hipotekami *subprime*, którego symbolicznym wyrazem stało się bankructwo banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r.[8].

Od upadku Lehman Brothers rozpoczęła się era luzowania ilościowego Fed – prowadzącego do ratowania interesów Wall Street, której towarzyszyła erozja zaufania do międzynarodowego systemu monetarnego. Zdarzenie to przełożyło się na potężny kryzys systemowy rynku finansowego – pęknięcie baniek spekulacyjnych na wielu rynkach rozwijających się (w tym zaobserwowany w Polsce skok kursów EUR/PLN i CHF/PLN) – i poszukiwanie aktywów wolnych od ryzyka.

Globalny kryzys, który rozpoczął się na Wall Street, przeniósł się do państw strefy euro. Banki unijne nabyły od banków amerykańskich znaczące pakiety „toksycznych" *collateralized debt obligations* (CDO). Na południe Europy popłynął kapitał z sektora bankowego „starej Unii", który przyczynił się do pojawienia się tam baniek spekulacyjnych na rynku nieruchomości. Obligacje krajów południa Europy (m.in. greckie) były przez rynki finansowe traktowane tak samo jak obligacje niemieckie.

Zarządzający funduszami rynku pieniężnego na rynku finansowym nie byli zdolni do rzetelnej wyceny ryzyka kredytowego krajów południa UE. Na obszarze unii walutowej znalazły się kraje o zróżnicowanym poziomie rozwoju gospodarczego oraz zróżnicowanej dyscyplinie fiskalnej i zdolności do obsługi długu (brakowało im „złotego hamulca", pozwalającego uniknąć nadmiernego zadłużania się).

Wspólna waluta (euro) w połączeniu z pokryzysową polityką *austerity* groziła rozpadem strefy euro. Kraje słabsze gospodarczo zostały pozbawione własnej waluty i możliwości jej zdewaluowania. Tylko zdecydowane działania szefa EBC Mario Draghiego (słynne „whatever it takes") uratowały strefę euro przed rozpadem, ale kosztem wprowadzenia tej polityki stało się dalsze podważanie zaufania do euro. Bezpośrednie nabywanie przez EBC obligacji skarbowych krajów południa UE i polityka zerowych lub ujemnych stóp procentowych (od 2014 r.) to nowa, łamiącą dotychczasowe paradygmaty „kryzysowa normalność". Pandemia COVID-19 pogłębiła problem zadłużenia publicznego, co dodatkowo utrudniło bankom centralnym państw rozwiniętych odchodzenie od uzależniającej polityki realnie zerowych lub ujemnych realnych stóp procentowych na krajowych rynkach pieniężnych w celu utrzymania stabilności systemu finansowego.

Problem nadmiernego zadłużenia strefy euro i nadzwyczajna polityka monetarna EBC przekładają się wskutek oddziaływania mechanizmu kursu krzyżowego na sytuację polskich kredytobiorców frankowych.

---

8 Rynek przeżył szok, ponieważ powszechnie spodziewano się, że Lehman Brothers zostanie uratowany przez Fed.

11.4. Kryzys w strefie euro a sytuacja kredytobiorców frankowych w Polsce

Obecny podrozdział ukazuje związek przyczynowo-skutkowy między kryzysem niespłacalnego długu publicznego części państw strefy euro z sytuacją finansową kredytobiorców frankowych w naszym kraju. Wcześniej należy jednak przybliżyć zagadnienie kursu krzyżowego.

Wartość poszczególnych rynków danych par walutowych jest główną determinantą kursów krzyżowych w przypadku relatywnie niskopłynnego rynku par walutowych z udziałem PLN (około 0,6% całości obrotu FOREX). Czynnikiem cenotwórczym kursu pary walutowej CHF/PLN w krajowych umowach kredytowych:

- nie jest, jak to się powszechnie uważa, bezpośrednia relacji popytu i podaży między walutą PLN a walutą CHF, gdyż wobec całkowitej wartości obrotu rynku FOREX jest on marginalny;
- jest głębokość rynków dominujących wysokopłynnych par, takich jak EUR/CHF i EUR/PLN.

Środek tabeli kursowej dla pary CHF/PLN w bankach działających w Polsce określany jest na podstawie zwykłej operacji matematycznej. Sposób wyliczania kursu krzyżowego dla pary walutowej CHF/PLN (środek tabeli kursowej) z walutą przejścia w postaci euro przedstawia poniższy wzór:

$$kurs\ CHF/PLN = \frac{kurs\ EUR/PLN}{kurs\ EUR/CHF},$$

gdzie licznik ułamka to I składowa kursu CHF/PLN, a mianownik to II składowa tego kursu.

Okoliczność, że kurs walutowy CHF/PLN jest kursem krzyżowym sprawia, że na jego poziom wpływają czynniki fundamentalne i rynkowe, których źródła są niezależne od sytuacji makroekonomicznej Polski i Szwajcarii. Kluczowym czynnikiem zewnętrznym jest erozja kursu walutowego EUR/CHF wskutek nadzwyczajnej polityki pieniężnej EBC, zmierzającej do ochrony przed bankructwem wielu zadłużonych ponad swoją zdolność kredytową państw południa UE (tzw. kraje PIIGS).

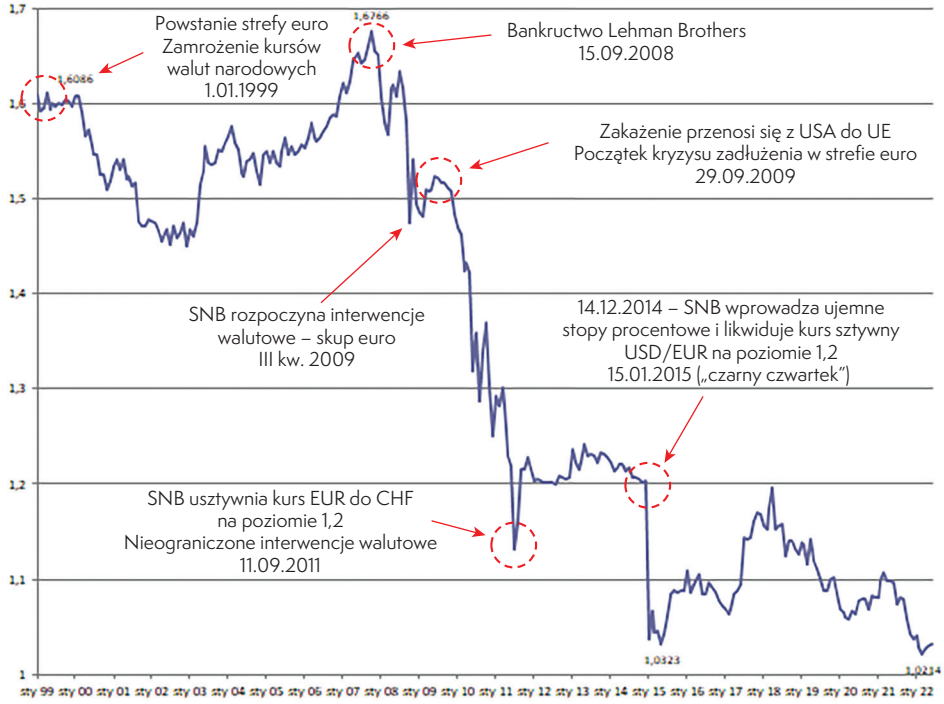
Za sprawą swoich interwencji EBC zakłóca mechanizm rynkowy, utrzymując koszt finansowy obsługi długu poniżej poziomu, jaki ukształtowałby się w sytuacji, gdyby rynek finansowy działał zgodnie z prawem popytu i podaży. Brak odpornego na naciski polityczne grup interesu zabezpieczenia wartości waluty euro i systemowego bezpiecznika dla narastania długów publicznych doprowadził do akumulacji w części państw niespłacalnego długu. Siłę nabywczą euro chronił

Traktat z Maastricht, zakazujący finansowania długu państw narodowych przez EBC. Euro nigdy nie było zabezpieczone w złocie, nie stało też za nim silne państwo z prawem do nakładania podatków. EBC skupuje obligacje skarbowe zagrożonych bankructwem państw południa UE i finansuje ich deficyty, chroniąc strefę euro przed rozpadem.

W okresie pandemii EBC objął masowo obligacje największych kilkuset korporacji działających na terenie UE przy praktycznie zerowym koszcie finansowania (Pandemic Emergency Purchase Program, PEPP). Praktyka integrowania budżetów państw z bilansem „niezależnego" banku centralnego stawała się stopniowo coraz bardziej widoczna, choć wydaje się, że w połowie 2022 r. zaczęła dobiegać końca.

Jak widać na rysunku 11.1, od początku swojego istnienia relacja wartości EUR do CHF spadła z poziomu 1,60 do poziomu 1,02. Od czasu pojawienia się fali awersji do ryzyka po upadku Lehman Brothers (*risk off event*) euro mocno słabnie wobec franka szwajcarskiego. Zmiana ta wskutek oddziaływania mechanizmu kursu krzyżowego zwiększyła wartość rat płaconych przez polskich kredytobiorców frankowych.

Rysunek 11.1. Kurs walutowy pary EUR/CHF i główne wydarzenia z lat 1999–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu.

Kurs CHF nie znajduje się jednak na poziomie, jaki ukształtowałby się w sytuacji, gdyby działały naturalne mechanizmy popytu i podaży. Już od wybuchu kryzysu globalnego w 2008 r. interwencje walutowe SNB stabilizują kurs franka wobec euro (składowa kursu CHF/PLN) i zatrzymują dalszą aprecjację tej waluty.

Te operacje SNB pozytywnie oddziałują na sytuację kredytobiorców w Polsce, gdyż zwiększają mianownik zaprezentowanego wyżej wzoru matematycznego. Gdyby nie interwencje SNB, to kurs CHF do PLN ukształtowałby się na poziomie 5 lub wyższym. „Czarny czwartek" (15.01.2015) pokazał, że zniesienie przez SNB kotwicy CHF do EUR na poziomie 1,2 może wywołać wstrząs na polskim rynku kredytowym.

11.5. Cena rynkowa franka szwajcarskiego a interwencje SNB

Od stycznia 2015 r. wobec bezprecedensowej aprecjacji waluty CHF, w celu zniechęcenia globalnych inwestorów do nabywania aktywów denominowanych we frankach szwajcarskich, SNB prowadzi działania nadzwyczajne – utrzymuje nominalne ujemne stopy procentowe [Ziegler-Hasiba, Turnes, 2018]. Jest to *de facto* równoznaczne z uiszczaniem opłat za przechowywanie siły nabywczej w walucie CHF.

Według raportu Departamentu Skarbu USA z 2020 r. Szwajcaria spełniała wszystkie trzy kryteria pozwalające uznać ten kraj za manipulatora walutowego. Działania SNB są jaskrawym przykładem głębokich dysfunkcji międzynarodowego systemu monetarnego.

Rynek walutowy, w którym SNB dokonuje stałych, jednostronnych interwencji o znaczącej wartości, nie może być traktowany jako rynek wiarygodny pod względem cenotwórczym. Konieczność dokonywania istotnych jednostronnych interwencji walutowych przez SNB jest dowodem manipulacji kursem walutowym – brakiem działania normalnych mechanizmów cenotwórczych i koniecznością uznania tej ceny za „nierynkową".

SNB jest manipulatorem walutowym, ale nie w sensie zawyżania kursu, jak to się może w pierwszym odczuciu wydawać, ale w sensie sztucznego utrzymywania kursu poniżej poziomu równowagi, jaki ukształtowałby się w sytuacji, gdyby jedynym czynnikiem cenotwórczym była wolna gra między popytem a podażą na walutę szwajcarską. Ze względu na popyt na franka SNB, sprzedając na rynku swoją walutę (osłabiając ją), działa na korzyść krajowych eksporterów.

Trzy kryteria opracowane przez Departament Skarbu USA nie uwzględniają jeszcze jednej, wyjątkowo niewygodnej i zarazem najważniejszej z perspektywy oceny *competitive devaluation*, kwestii. Za manipulatora walutowego powinien być też uznany kraj, którego bank centralny, uczestnicząc w zglobalizowanym rynku finansowym, zwiększa podaż własnego pieniądza przez politykę „luzowania ilościowego" (monetyzacja długu) połączonego z zerową realną stopą procentową na własnym rynku pieniężnym [Hannoun, Ditus 2017, s. 37].

Szwajcaria prowadzi wzorową, zdyscyplinowaną politykę makroekonomiczną, popyt na jej walutę wynika natomiast z dewaluowania walut rezerwowych. Raport Departamentu Skarbu USA (z grudnia 2020 r.) wskazuje, że SNB wydaje na blokowanie aprecjacji franka (sprzedaż CHF w reakcji na działania inwestorów zgłaszających popyt w innych walutach) kwotę odpowiadającą 14,2% PKB Szwajcarii rocznie (103 mld USD) [U.S. Department of The Treasury, 2020, s. 65]. Jak wskazują dane przedstawione w tabeli 11.1, obecnie poziom rezerw walutowych banku centralnego tego kraju osiągnął trzecią wartość na świecie. Tylko Chiny i Japonia posiadają wyższe rezerwy niż Szwajcaria.

Tabela 11.1. Największe rezerwy walutowe banków centralnych w 2021 r.

Lp.	Kraj	Wartość rezerw walutowych (mld USD)	Roczna zmiana rezerw walutowych (mld USD)	Udział rezerw walutowych w PKB (%)
1	Chiny	3214,0	101,7	19
2	Japonia	1294,3	−12,2	25
3	Szwajcaria	1018,8	122,7	129
4	Indie	568,7	102,8	20
5	Tajwan	543,3	54,6	75

Źródło: U.S. Department of The Treasury [2021, s. 17].

Tabela 11.2. Dziesięć największych pozycji akcyjnych posiadanych przez SNB na koniec I kw. 2022 r.

Lp.	Nazwa akcji	Liczba akcji na 31.03.2022	Wartość akcji (mln USD)
1	Apple Inc.	71 060 708	12 407,9
2	Microsoft Corp.	30 893 155	9524,7
3	Amazon.com Inc.	1 976 972	6444,8
4	Tesla Inc.	3 697 259	3984,2
5	Alphabet Inc.	2 541 427	7083,0
6	Nvidia Corp.	10 828 224	2954,6
7	Meta Platforms Inc.	10 249 010	2279,0

Lp.	Nazwa akcji	Liczba akcji na 31.03.2022	Wartość akcji (mln USD)
8	Unitedhealth Group Inc.	4 079 426	2080,4
9	Johnson & Johnson	11 402 516	2020,9
10	Visa Inc.	7 232 119	1603,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu F15 składanego przez SNB w amerykańskiej Securities and Exchange Commission (SEC).

Według stanu na koniec I kw. 2022 r. skumulowane rezerwy walutowe SNB zostały zainwestowane w warte około 177 mld USD akcje największych korporacji notowanych na Wall Street. Tabela 11.2 zawiera 10 największych pozycji akcyjnych znajdujących się w portfelu inwestycyjnym SNB. Należą do nich akcje takich spółek jak Apple, Microsoft, Amazon, Tesla czy Alphabet.

11.6. „Zaproszenie do kasyna" – wprowadzenie polskich gospodarstw domowych w spekulację walutową

Problemu kredytów frankowych nie można rozpatrywać w oderwaniu od kontekstu – opisanych wcześniej zdarzeń globalnych i regionalnych. Państwo polskie zaakceptowało „dostosowanie strukturalne" MFW polegające głównie na tym, że płynny kurs walutowy (a więc w praktyce spekulacja walutowa dokonywana m.in. przez profesjonalne fundusze hedgingowe z Londynu) doprowadzi do „automatycznych dostosowań" na rachunku obrotów bieżących.

Ze względu na brak rozwiązań instytucjonalnych umożliwiających długoterminowe bezpieczne finansowanie potrzeb mieszkaniowych ludności (np. kredyty o stałej stopie, banki hipoteczne, listy zastawne) oraz oczekiwane rychłe wejście Polski do strefy euro, mimo wielu silnych głosów sprzeciwu [Związek Banków Polskich, 2015], sektor bankowy przy akceptacji polityków, mocno zreorganizowanego wcześniej regulatora rynku (stworzenie zintegrowanego KNF) oraz NBP rozpoczął udzielanie kredytów hipotecznych opartych na kursie walutowym CHF/PLN i stopie bazowej, na którą NBP nie ma żadnego wpływu, tj. na 3-miesięcznej stopie franka szwajcarskiego (LIBOR 3M CHF).

Kredyt indeksowany do CHF wydawał się atrakcyjny dla konsumenta, gdyż zamiana waluty długu z PLN na CHF przynosiła korzyść w postaci zamiany wysokiej krajowej stopy bazowej WIBOR 3M na ultraniską stopę bazową LIBOR 3M CHF. Zgodnie ze stanem z 30 czerwca 2008 r. dysparytet stóp procentowych na rynku pieniężnym był wysoki – stopa WIBOR 3M wynosiła 6,65%, a stopa LIBOR 3M CHF 2,79%. Tak wysoka różnica stopy bazowej oznaczała w typowym 30-letnim kredy-

cie poważne „oszczędności odsetkowe", wynikające z „obejścia" dość restrykcyjnej krajowej polityki monetarnej.

Wymierne korzyści banków wynikające ze skorzystania z oferowania tych produktów obejmowały: zwiększenie wolumenu ich sprzedaży, przychody z punktów swapowych pochodzących z pozycji *carry trade* utworzonej na własnym bilansie oraz przychody z marży za usługę księgowego obrotu dewizowego (spready).

Euforia związana z wejściem Polski do UE (maj 2004 r.) sprawiła, że w debacie publicznej temat ryzyka związanego z wprowadzeniem tych produktów był niewygodny i media go nie podejmowały. Również prezesi banków nawiązujący do tej kwestii przed upadkiem Lehman Brothers nie byli poważnie traktowani[9].

Ceny nieruchomości rosły i każdy konsument zgodnie z polskim kultem własności „własnego M" chciał w tym wzroście uczestniczyć. Stan zbiorowego umysłu Polaków w tamtym okresie został dobrze udokumentowany w raporcie Instytutu Globalizacji zatytułowanym *Wolność dla marzeń, wolność dla kredytów*.

Uruchamianie kredytu odbywało się z użyciem techniki tworzącej w bilansie banku arbitraż odsetkowy *carry trade*. Operacja ta polegała na księgowej sprzedaży przez kredytobiorcę (po kursie kupna banku) ściśle określonej liczby jednostek waluty CHF (pozycja krótka) połączonej z nabyciem waluty płynności kredytu PLN (pozycja długa). Dzięki tej operacji bank zapisywał zadłużenie w CHF i stosował stopę bazową właściwą dla franka.

Sporny hipoteczny produkt bankowy można porównać do dwóch 30-letnich zakładów (potrzeba mieszkaniowa jest oczywista, a przyszłość nieprzewidywalna) przeciwko cenie pieniądza zagranicznego wyrażonej:

- stopą procentową, odpowiadającą polityce pieniężnej SNB;
- kursem walutowym CHF/PLN – z punktu widzenia konsumenta uzyskującego dochody z pracy w złotym była to syntetyczna gra przeciwko najtwardszej walucie świata CHF z użyciem waluty egzotycznej, jaką jest nadal ze względu na swoją płynność PLN; niezależnie od scenariusza rynkowego sprzedaną księgowo bankowi przy indeksacji walutę CHF trzeba było w przyszłości od banku odkupić i zwrócić.

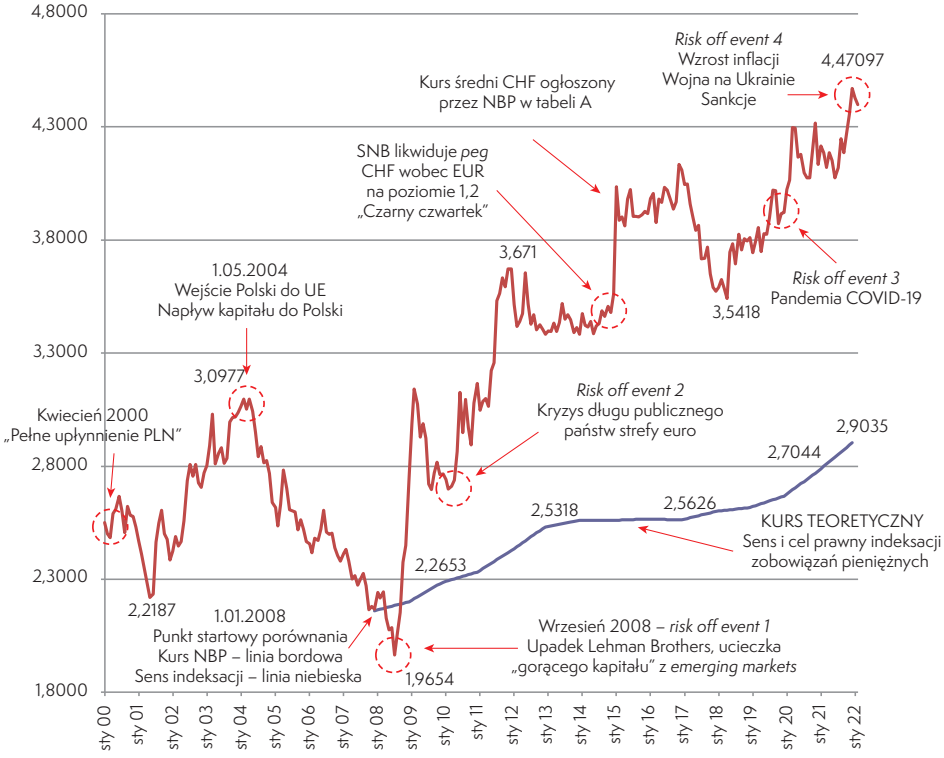
Arbitraż odsetkowy połączony ze spekulacją walutową może przynosić dochody, ale pod warunkiem posiadania odpowiedniej wiedzy, ciągłego monitorowania pozycji i gotowości całkowitego odwrócenia pozycji przy pojawianiu się sygnałów ostrzegawczych na rynku (*unwinding carry trade*)[10]. Posiadanie portfela kredytów

[9] Np. Jacek Kseń czy Jan Krzysztof Bielecki. Banki nieudzielające tych ryzykownych kredytów straciły udział w rynku kredytów hipotecznych.

[10] Umowy zawierały opcję przewalutowania (zamiana waluty długu i stopy bazowej), problem polegał jednak na tym, że większość konsumentów nie skorzystałaby z tego rozwiązania. Stałoby się tak ze

powiązanych z CHF oznaczało konieczność przeprowadzenia w banku różnorakich operacji zabezpieczających bilans (m.in. za pomocą linii kredytowych w walucie CHF, transakcji CIRS), co powodowało, że bank nie korzystał na zmianie kursu, ale był pośrednikiem w przepływie ryzyka stopy procentowej i ryzyka walutowego między własnymi klientami a zewnętrznymi podmiotami finansowymi, będącymi stroną transakcji zabezpieczających.

Rysunek 11.2. Kurs walutowy pary CHF/PLN w latach 2000–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu.

Na rysunku 11.2 przedstawiono zmiany kursu średniego CHF/PLN ogłoszonego w tabeli A (linia bordowa) na tle najbardziej istotnych dla analizowanego

względu na ułomności procesu podejmowania decyzji w warunkach niepewności, opisane szeroko w dyscyplinie zwanej finansami behawioralnymi. Z tego też względu profesjonalny produkt tego typu powinien zawierać automatyczny „wyłącznik" ryzyka (*stop loss*), zamykający pozycję bez wiedzy konsumenta na wypadek nagłych, gwałtownych zmian sytuacji rynkowej. Konsument powinien rozumieć, jak ten mechanizm działa, a jego zdolność kredytowa powinna uwzględniać scenariusz przymusowego przewalutowania.

problemu zdarzeń wywierających silny wpływ na sentyment inwestorów na globalnym rynku walutowym (fale awersji do ryzyka – *risk off events*). Linia niebieska oznacza kurs hipotetyczny PLN względem CHF, uzasadniony powszechnym rozumieniem sensu i celu indeksacji umownych świadczeń pieniężnych.

Nagłe odwrócenie się trendu, po wybuchu kryzysu w USA we wrześniu 2008 r., wywołało traumę i straty w majątku gospodarstw domowych we wszystkich krajach, w których regulatorzy zezwolili na oferowanie tego produktu[11].

Nie powinno budzić większych wątpliwości, jak po epoce inflacyjnych doświadczeń wyniesionych z okresu PRL krajowy rezydent rozumie cel indeksacji. Wynik finansowy na tym produkcie jest sumą niezapłaconych kosztów odsetkowych (różnicy między stopą bazową WIBOR 3M a stopą bazową LIBOR 3M CHF) oraz różnicami kursowymi między kursem otwarcia całej pozycji a kursami zamknięcia poszczególnych rat. Tak więc sytuacja kredytobiorców zależy w tym przypadku ściśle od roku indeksacji kredytu. Kalkulacja kursu teoretycznego wraz z przyjętą metodologią została zaprezentowana dalej, w tabeli 11.3.

Najlepszą sytuację posiadają kredytobiorcy, którzy zaciągnęli kredyt w 2004 r., a najgorszą ci, którzy zdecydowali się na takie zobowiązanie w 2008 r.[12]. Jak widać na wykresie 11.2, od upadku Lehman Brothers kurs rynkowy CHF/PLN znajduje się trwale powyżej niebieskiej linii obrazującej kurs hipotetyczny (teoretyczny) wynikający ze zmiany siły nabywczej.

Drastyczne odwrócenie się trendu na parze CHF/PLN nastąpiło wskutek zdarzenia zewnętrznego w stosunku do Polski i Szwajcarii – panicznej ucieczki globalnych inwestorów z aktywów denominowanych w walutach *emerging markets*. Tak na rynkach peryferyjnych działa psychologiczna zmiana nastawienia do ryzyka globalnych instytucji zarządzających aktywami po upadku systemu z Bretton Woods. Inwestorzy zagraniczni szybko odwrócili pozycję *carry trade* na rynku polskich obligacji skarbowych, co spowodowało pęknięcie bańki spekulacyjnej na przewartościowanej walucie krajowej[13].

---

11 Jak wskazują szacunki SNB, do końca 2007 r. pozycja walutowa w krajach Europy Środkowo-Wschodniej wyniosła 122 mld CHF, a w krajach strefy euro – 238 mld CHF.

12 W przypadku kredytów uruchomionych we wrześniu 2008 r. indeksacja została dokonana przy wysokim niedowartościowaniu CHF wobec PLN, przez co raty są obecnie spłacane przy trwałym przewartościowaniu CHF wobec PLN (systematyczne zamykanie pozycji ryzyka *carry trade*). Mimo regulowania rat przez 14 lat wycena rynkowa pozostałego do spłaty kapitału w CHF jest wyższa niż kwota rzeczywiście uzyskana przy uruchomieniu kredytu.

13 NBP nie podjął stabilizujących kurs interwencji walutowych na parze EUR/PLN mimo posiadanych rezerw.

11.7. Prawda rynku finansowego a cel i sens instytucji waloryzacji umownej

Czy „kurs rynkowy" franka szwajcarskiego wyznaczony przez międzynarodowy rynek walutowy nadaje się do waloryzacji świadczeń pieniężnych w Polsce? W ramach prostego badania empirycznego zostanie wykazane, że po upadku systemu z Bretton Woods jest to dysfunkcjonalny miernik wartości.

Przyjmując nieskrajny scenariusz uruchomienia kredytu w ostatnim dniu 2007 r., można zauważyć, że zakład o cenę pieniądza zagranicznego w postaci:

- stopy procentowej – został wygrany (SNB obniżył stopę referencyjną LIBOR 3M CHF do rekordowo ujemnych poziomów);
- kursu walutowego – został przegrany (w stopniu dużo wyższym niż wygrana w pierwszym zakładzie; taka sytuacja pozostawia po 14 latach spłaty kredytu wartość rynkową otwartej pozycji walutowej w CHF na poziomie wyższym niż kwota uzyskana w PLN przy jego indeksacji).

Połączenie strategii *carry trade* z długoterminowym kredytem hipotecznym doprowadziło do trwałego braku ekwiwalentności świadczeń pieniężnych umów kredytowych powiązanych z kursem walutowym CHF. Miernik wartości doprowadził do drastycznego przewaloryzowania większości zobowiązań finansowych z tych umów kredytowych (szczególnie w przypadku zobowiązań zaciągniętych tuż przed upadkiem Lehman Brothers).

W tabeli 11.3 udokumentowano dysfunkcjonalność miernika wartości przyjętego w tych umowach kredytowych, by wskazać różnicę między:

- kursem średnim ogłoszonym przez NBP dla waluty CHF w tabeli A (oczyszczony z marży bankowej za obrót dewizowy „nietransakcyjny środek rynku" z godzin południowych) oraz
- kursem hipotetycznym, wyliczonym zgodnie ze wzajemną zmianą siły nabywczej walut PLN i CHF, który w polskim systemie prawnym pozostaje nadal ekonomicznym odzwierciedleniem sensu i celu instytucji waloryzacji umownej[14].

[14] Jako punkt wyjścia do obliczeń przyjęto średni kurs CHF ogłoszony przez NBP 31 grudnia 2007 r. Podejście to wynika z faktu, że w 2008 r. zawarto najwięcej umów kredytów powiązanych z CHF. Pozycję oznaczoną w tabeli etykietą „Kurs hipotetyczny CHF/PLN" na dzień 31 grudnia 2008 r. ustalono, mnożąc kurs z 31 grudnia 2007 r. przez różnicę inflacji konsumenckiej (CPI) między Polską a Szwajcarią. Podobny algorytm zastosowano, aby uzyskać kurs hipotetyczny CHF/PLN w następnych latach. Kolumna opatrzona etykietą „Nominalna różnica kursów" jest wynikiem odjęcia kursu średniego CHF ogłoszonego przez NBP w tabeli A na koniec każdego roku od wcześniej wyliczonego „Kursu hipotetycznego CHF/PLN". Kolumna oznaczona jako „Δ (%)" obrazuje udział „Nominalnej różnicy kursów" w danym roku w wartości „Kursu hipotetycznego CHF/PLN" w danym roku. Wartość Δ jest więc procentową nadwaloryzacją świadczenia pieniężnego ponad wartość wynikającą z inflacji.

Tabela 11.3. Kurs średni CHF w NBP a kurs teoretyczny w latach 2007–2021

Data*	Kurs średni CHF w NBP	Inflacja w Polsce (r/r, %)	Inflacja w Szwajcarii (r/r, %)	Różnica inflacji (p.p.)	Kurs hipotetyczny CHF/PLN	Nominalna różnica kursów (PLN)	Δ (%)
2007	2,1614	–	–	–	–	–	–
2008	2,8014	4,20	2,43	1,77	2,1997	0,6017	27,36
2009	2,7661	3,50	−0,48	3,98	2,2872	0,4789	20,94
2010	3,1639	2,60	0,69	1,91	2,3309	0,8330	35,74
2011	3,6333	4,30	0,23	4,07	2,4258	1,2075	49,78
2012	3,3868	3,70	−0,67	4,37	2,5318	0,8550	33,77
2013	3,3816	0,90	−0,22	1,12	2,5601	0,8215	32,09
2014	3,5447	0,00	−0,01	0,01	2,5604	0,9843	38,44
2015	3,9394	−0,90	−1,14	0,24	2,5665	1,3729	53,49
2016	4,1173	−0,60	−0,43	−0,17	2,5622	1,5551	60,70
2017	3,5672	2,00	0,53	1,47	2,5998	0,9674	37,21
2018	3,8166	1,60	0,94	0,66	2,6170	1,1996	45,84
2019	3,9213	2,30	0,36	1,94	2,6677	1,2536	46,99
2020	4,3066	3,40	−0,73	4,13	2,7779	1,5287	55,03
2021	4,4484	5,10	0,58	4,52	2,9035	1,5449	53,21

* Stan na koniec roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie publicznych baz danych.

Miernik wartości działający poprawnie nie powoduje między stronami bezzasadnej i trwałej redystrybucji majątku wskutek sprzecznej z sensem powszechnego rozumienia instytucji indeksacji zmiany siły nabywczej pieniądza – ergo pokrzywdzenia jednej ze stron zobowiązania indeksowanego, czyli:

- niedowaloryzowania świadczenia pieniężnego na szkodę wierzyciela, ale z korzyścią dla dłużnika;
- przewaloryzowania świadczenia pieniężnego na szkodę dłużnika, ale z korzyścią dla wierzyciela.

Jak wskazuje kolumna oznaczona symbolem „Δ", nadwaloryzacja świadczenia pieniężnego wynikająca z nagłego odwrócenia się trendu utrzymywała się w każdym roku życia produktu – w dniu ostatecznego zakończenia wyliczeń (31 grudnia 2021) sięgnęła aż 53,21%.

Jeśli porównamy teraz metaforycznie walutę CHF w tych produktach bankowych do wzorca 1 metra (100 cm) spoczywającego w Sevres pod Paryżem,

to okaże się, że mimo uwzględnienia inflacji dla kredytobiorców frank szwajcarski na koniec 2021 r. „wydłużył się" się o 53,21 cm[15]. A przecież metr nie może się wydłużać i skracać!

Waloryzacja umowna oparta na art. 358[1] § 2 kodeksu cywilnego nie jest absolutna i posiada swoje granice [Kotlarz, 2019]. Narzędzie to służy utrzymaniu siły nabywczej długoterminowego zobowiązania w środowisku inflacyjnym. Nie ulega wątpliwości, że pieniądz w gospodarce rynkowej jest wykorzystywany m.in. do pomiaru siły nabywczej. To jest jego istotna funkcja.

Jak pokazały powyższe wyliczenia, pojawił się konflikt między „prawdą rynku finansowego" a „prawdą prawną", wynikającą z intencji przyświecających stronom podczas użycia obcego pieniądza do ochrony świadczenia pieniężnego przed erozją wskutek działania inflacji.

Przedstawione wyżej badanie dowodzi, że „cena rynkowa CHF" powoduje bezzasadną redystrybucję bogactwa mierzonego siłą nabywczą między kredytobiorcą frankowym a bankiem posiadającym portfel kredytów indeksowanych w tej walucie[16]. Uprawnione jest zatem stwierdzenie, że „cena rynkowa" CHF w Polsce jest oderwana od istotnej funkcji pieniądza – pomiaru siły nabywczej.

11.8. Konsekwencje likwidacji „międzynarodowego wzorca wartości pieniądza" oraz mechanizmu wymuszającego przywracanie równowagi makroekonomicznej

Po upadku systemu z Bretton Woods w 1971 r. likwidacji uległ międzynarodowy wzorzec wartości pieniądza. Jego miejsce zajął spekulacyjny rynek FOREX z charakterystyczną dlań dwustanowością – tworzącą bańki spekulacyjne w okresach euforycznych i niszczącą zakumulowane w nich bogactwo przy ich pękaniu. Nagłe fale awersji do ryzyka (zmiana psychologiczna w podejściu do ryzyka u globalnych *asset managers*) powodują pękanie baniek i generują niestabilność na peryferiach światowego systemu monetarnego.

---

15 Należy zauważyć, że powyższa tabela ukazuje nadwaloryzację obliczoną przy użyciu średniego kursu NBP ogłoszonego w tabeli A (nietransakcyjny środek rynku). Kursy transakcyjne stosowane w bankach zawierają marże. Uwzględnienie w powyższej kalkulacji marży bankowej pobieranej na księgowym obrocie dewizowym istotnie pogłębia brak ekwiwalentności świadczenia pieniężnego po stronie kredytobiorcy ze względu na: a) powiększenie kapitału startowego w walucie CHF o kwotę wynikającą z marży kupna pobranej przy uruchomieniu kredytu (zwiększenie podstawy do naliczania odsetek), b) zmniejszenie raty wpłacanej w PLN przy przeliczeniu na CHF o marżę sprzedaży.

16 Bank posiada z kolei ujemną wycenę transakcji zabezpieczających, ponieważ był pośrednikiem w tym zakładzie. Wzbogacone są podmioty, które zawarły z bankiem transakcje zabezpieczające jego pozycję ryzyka.

Dominujące na rynku FOREX transakcje spekulacyjne zwiększyły płynność rynku walutowego, choć posiadają niewiele wspólnego ze sferą realną – rzeczywistym handlem międzynarodowym usługami i towarami. Ponadnarodowy „handel samym pieniądzem" i związane z nim zwierzęce instynkty (chciwość i strach) zmarginalizowały jego funkcję pomiarową (pomiar siły nabywczej).

Płynny kurs walutowy doprowadził do powstania silnego konfliktu interesów między nieprofesjonalnymi użytkownikami pieniądza ze sfery realnej a wyrafinowanymi inwestorami ze sfery finansowej. To, co jest dobre dla funduszu hedgingowego, czyli wysoka zmienność rynku i możliwość zarabiania na krótkiej pozycji, pozostaje jednocześnie szkodliwe dla użytkowników pieniądza ze sfery realnej (szczególnie w krajach rozwijających się), gdyż może to doprowadzić do kryzysu walutowego[17]. Odbiorcami ryzyka walutowego są użytkownicy pieniądza ze sfery realnej, którzy nie mają możliwości dokonania wyboru między tym, czy używać danej waluty, czy nie.

„Utowarowienie" samego pieniądza było skrajnym przejawem systemowego przejścia od gospodarki rynkowej w ramach gospodarki narodowej do finansjalizacji – globalnego kapitalizmu finansowego rządzącego się raczej totalną logiką pieniądza niż rozumu. Relacje popytu i podaży na pieniądz oraz „bożek ceny rynkowej" wyparły międzynarodowe, oparte na zdrowym rozsądku, uzgodnienia w zakresie kursów wymiany walut.

Oderwanie emisji dolara od pokrycia w złocie wyeliminowało bezpiecznik przeciwdziałający problemowi nadmiernego zadłużania się państw w obrocie międzynarodowym. Świat akademicki pokłada nadmierną wiarę w efektywność suwerennej polityki pieniężnej oraz mechanizm dostosowań wynikających z przyjęcia płynnego kursu walutowego [Padoa-Schiopa, 2010].

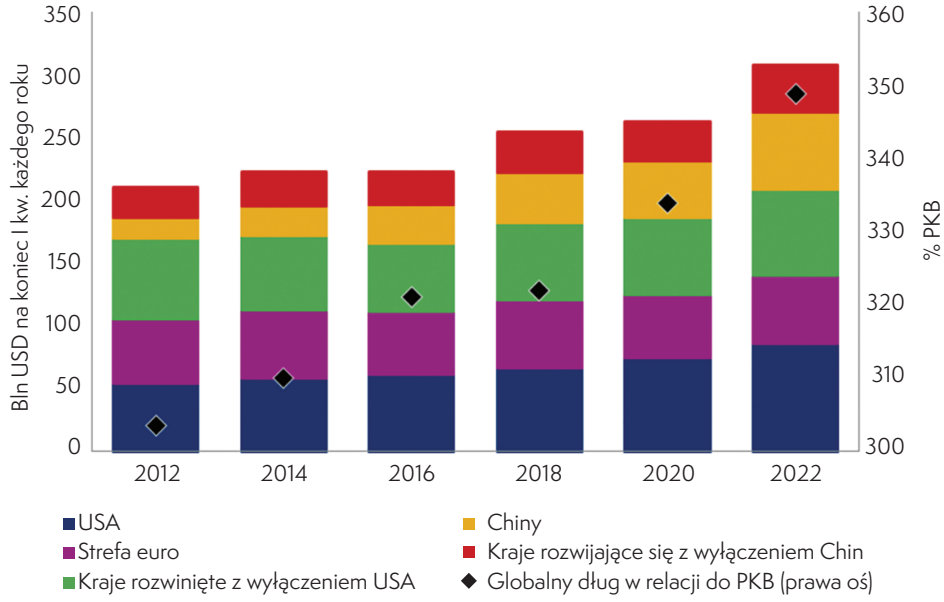
Zadłużenie najbogatszych państw z grupy G7 stało się „tykającą bombą", a wykorzystanie waluty narodowej USA jako uniwersalnej jednostki rozliczeniowej w międzynarodowym systemie monetarnym powoduje globalną transmisję polityki monetarnej tego kraju i asymetryczne rozłożenie korzyści i kosztów [Hannoun, Ditus, 2017]. Jego wysokość uniemożliwia spłatę zobowiązań w normalnym trybie [Reinhart, Rogoff, 2013]. Według analiz Institute of International Finance na koniec I kw. 2022 r. globalne zadłużenie osiągnęło wartość 305 bln USD, przekraczając 350% światowego PKB (zob. rysunek 11.3).

Jak wskazują kolorystyczne proporcje w poszczególnych słupkach największy udział w globalnym zadłużeniu posiadają państwa rozwinięte (USA – granatowy,

[17] Należy zauważyć, że emitenci walut rezerwowych zadłużający się za granicą, których obligacje znalazły się w rezerwach banków centralnych, nie ponoszą ryzyka kursu walutowego.

strefa euro – fioletowy, kraje rozwinięte – zielony, Chiny – żółty). Relacja długu publicznego do PKB w państwach G7 przekroczyła 100% (z wyjątkiem Niemiec).

Rysunek 11.3. Wskaźnik globalnego zadłużenia świata w stosunku do PKB w latach 2012–2022



Źródło: Campos [2022, tłum. własne].

Euforia finansowa i gospodarcza oparta na nadmiernym przyroście długu nie trwa wiecznie. Globalne i regionalne kryzysy finansowe, jakie nastąpiły po 2008 r., kryzys zadłużenia części krajów strefy euro oraz pandemia COVID-19 zmusiły banki centralne państw G7 do stosowania nadzwyczajnych narzędzi monetarnych – m.in. luzowania ilościowego i polityki ujemnych nominalnie i realnie stóp procentowych. Podczas koronakryzysu rządy po raz pierwszy zastosowały narzędzie będące ekwiwalentem *helicopter money*, dystrybuując „niezarobiony pieniądz" do zamrożonej gospodarki kosztem wzrostu długu publicznego.

Masowe przeprowadzanie operacji QE i monetyzacja długu naruszyły dotychczasowe zasady bankowości centralnej. W połączeniu z ujemnymi stopami procentowymi prowadzą one do zmniejszania wartości siły nabywczej tkwiącej w jednostce waluty podlegającej tej operacji i wpływają na kurs walutowy. Ujemne realne stopy procentowe złamały wszelkie paradygmaty klasycznej teorii finansów dotyczące oczekiwanej realnej stopy zwrotu z inwestycji. Istniejąca w okresie globalnej koniunktury migracja kapitału związana z poszukiwaniem najwyższej

stopy zwrotu i celów do przejęcia w okresie zerowych stóp procentowych przekształciła się w dramatyczną walkę o ochronę jego siły nabywczej oraz cięcie kosztów zarządzania w spółkach *asset management*.

Banki centralne w odpowiedzi na fazy cyklu koniunkturalnego w gospodarce zamkniętej wpływają administracyjnie na „cenę pieniądza" w ramach operacji otwartego rynku, hamując przegrzaną gospodarkę lub stymulując ją w okresie spowolnienia. Polityka taka stanowi *de facto* manipulację realną wartością krajowego pieniądza. W okresie dekoniunktury bank centralny zwiększa popyt na kredyt (ujemna realna stopa procentowa), a w okresie przegrzania hamuje go (dodatnia realna stopa procentowa).

Największym beneficjentem realnie ujemnej stopy procentowej w gospodarce zamkniętej są budżet państwa i dłużnicy. Dodatnia realna stopa procentowa to korzyść dla wierzycieli i rentierów posiadających m.in. obligacje. Wpływ na realną stopę procentową na rynku pieniężnym oddziałuje na redystrybucję bogactwa między oszczędzającymi, wierzycielami, państwem i przedsiębiorstwami.

O ile da się w gospodarce zamkniętej uzasadnić takie działania dążeniem do zapewnienia wspólnoty losu i dobra wspólnego, to w zglobalizowanej finansowo gospodarce otwartej ten argument nie znajduje zastosowania. W zglobalizowanej gospodarce, wskutek istnienia pełnej wymienialności, waluty rezerwowe uczestniczą w procesie redystrybucji majątku.

Utrzymywanie zerowych stóp procentowych w połączeniu z luzowaniem ilościowym dotuje siłę nabywczą budżetu nadmiernie zadłużonych państw emitentów walut rezerwowych, niszcząc jednocześnie akumulowane latami oszczędności państw rozwijających się. Stąd m.in. widoczny trend do „dedolaryzacji" i akumulowania złota w strukturze rezerw banków centralnych krajów rozwijających się [Arslanalp i in., 2022].

Cena pieniądza na rynku pieniężnym nie może być niższa od inflacji – taka cena nie ma nic wspólnego z wolnym rynkiem. Żaden inwestor nie przekaże zgromadzonego przez siebie kapitału na przedsięwzięcie, o którym z góry wiadomo, że przyniesie stratę. Użyczający kapitał powinien w ramach wynagrodzenia otrzymać zadośćuczynienie w postaci premii za ryzyko ponad istniejącą inflację.

Ujemna realna stopa procentowa niszczy zakumulowane przez dziesiątki lat oszczędności emerytalne gospodarstw domowych. Systemowe zniechęcanie do oszczędzania wynikające z ujemnych stóp procentowych wyzwala inflację. Ujemna realna stopa procentowa napędza spekulację, zniechęca do oszczędzania i zachęca do marnotrawienia zasobów na zniszczonej długoterminowym konsumeryzmem planecie.

11.9. Zakończenie

W kontekście wszystkich powyższych okoliczności uprawniona jest teza, że sytuacja kredytobiorców frankowych w Polsce stanowi bezpośrednią konsekwencję zaniechań w obszarze polityki publicznej [Bartoszewicz, 2019] oraz:

- długotrwałej erozji siły nabywczej walut rezerwowych po upadku systemu z Bretton Woods wskutek wielu kryzysów, których podstawową przyczyną było usunięcie z systemu monetarnego „złotej kotwicy" wymuszającej równowagę makroekonomiczną poszczególnych państw;
- faktu, że kurs CHF do PLN jest wynikiem mechanizmu kursu krzyżowego posiadającego w mianowniku pieniądz unii walutowej, która nie prowadzi jako jeden podmiot odpowiedzialnej polityki monetarnej i fiskalnej.

Wykazano, że „kurs rynkowy CHF" w umowach kredytowych w Polsce podważa fundament gospodarki rynkowej przez naruszenie zasady ekwiwalentności świadczeń pieniężnych. „Złota kotwica" z Bretton Woods była narzędziem niedoskonałym, ale zapewniała „uczciwe warunki gry" w światowym systemie gospodarczym przez wymuszanie na państwach uczestniczących dyscypliny makroekonomicznej. Na gruncie ustaleń z Bretton Woods niemożliwe było:

- długoterminowe zaakumulowanie niespłacalnego długu wskutek tolerowania rok po roku utrzymującego się deficytu budżetowego i handlowego;
- uzyskiwanie z systemu handlu światowego świadczeń o wartości wyższej niż przekazane na ten cel wpłaty – istniała ekwiwalentność przepływu świadczeń między krajami;
- przerzucanie na inne kraje inflacyjnych kosztów braku własnej dyscypliny fiskalnej.

Emitenci walut rezerwowych w warunkach zerowych stóp procentowych mogą nadal w sposób praktycznie niczym nieograniczony zwiększać podaż swojego pieniądza „kanalizowanego" do zderegulowanego systemu walutowego, nie ponosząc za to indywidualnie inflacyjnych konsekwencji – eksportują tym samym swoje własne problemy z inflacją do innych krajów.

Jak pokazuje historia, w takich niepewnych sytuacjach naturalnym zabezpieczeniem dla siły nabywczej rentierów z całego świata jest zawsze godny zaufania frank szwajcarski. Efektem bronienia wiarygodności własnej waluty przez Szwajcarię jest jednak zwiększanie wartości zobowiązań kredytobiorców frankowych w środowisku inflacyjnym.

Bibliografia

114th Congress (2015). *Trade Facilitation and Trade Enforcement Act*, https://www.congress.gov/bill/114th-congress/senate-bill/1269 (dostęp: 24.11.2020).

Ancyparowicz, G. (2013). Polityka kursowa a napływ do Polski bezpośrednich zagranicznych inwestycji, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 766, s. 223–234.

Arslanalp, S., Eichengreen, B., Simpson-Bell, C. (2022). The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies, *IMF Working Papers*, WP/22/58.

Bartoszewicz, A. (2019). Skutki zaniechania polityki publicznej w dziedzinie kredytów hipotecznych, *Studia z Polityki Publicznej*, 2(22), s. 27–53.

Broker Notes (2022). *A Map of Forex Traders: Where Are the 9.6 Million Online Traders?*, https://www.forexdominion.com/map-of-forex-traders.html/ (dostęp: 24.11.2022).

Campos, R. (2022). *China, U.S. Lead Rise in Global Debt to Record High $305 Trillion – IIF*, https://www.reuters.com/markets/europe/china-us-lead-rise-global-debt-record-high-305-trillion-iif-2022-05-18/ (dostęp: 24.11.2022).

Crotty, J. (2013). The Realism of Assumptions Does Matter: Why Keynes-Minsky Theory Must Replace Efficient Market Theory as the Guide to Financial Regulation Policy. W: *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises* (s. 13–29), M.H. Wolfson, G.A. Epstein (Eds.). Oxford: Oxford University Press.

FRED (2022). *Federal Debt: Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product*, https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=lGiW/ (dostęp: 24.11.2022).

Hannoun, H., Ditus, P. (2017). *Revolution Required. The Ticking Time Bombs of the G7 Model*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3060168 (dostęp: 24.11.2022).

Kotlarz, M. (2019). Cel, granice i metody waloryzacji w prawie cywilnym i bankowym, *Przegląd Sądowy*, 9, s. 34–47.

McKinnon, R. (2014). Hot Money Flows, Cycles in Primary Commodity Prices, and Financial Control in Developing Countries, *FERDI Working Paper*, 109.

Padoa-Schioppa, T. (2010). *The Ghost of Bancor. The Global Crisis and Global Disorder*, https://institutdelors.eu/en/publications/the-ghost-of-bancor-the-economic-crisis-and-global-monetary-disorder-speech-of-tommaso-padoa-schioppa/ (dostęp: 24.11.2022).

Pietrucha, J. (2014). Saldo obrotów bieżących i mechanizm kursu walutowego w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, *Studia Ekonomiczne*, nr 187, s. 262–272.

Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2013). Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten, *IMF Working Paper*, no. WP/13/266.

Rickards, J. (2012). *Wojny walutowe. Nadejście kolejnego globalnego kryzysu*. Gliwice: Helion.

Roaf, J., Atoyan, R., Joshi, B., Krogulski, K. (2014). *25 Years of Transition Post-Communist Europe and IMF. Regional Economic Issues. Special Report*, https://www.imf.org/external/region/bal/rr/2014/25_years_of_transition.pdf (dostęp: 24.11.2022).

Song Shin, H. (2016). *Global Liquidity and Procyclicality*, https://www.bis.org/speeches/sp160608.htm (dostęp: 24.11.2022).

Śliwiński, P. (2013). *Testowanie hipotezy niezabezpieczonego parytetu stóp procentowych na przykładzie kursów USD/PLN oraz EUR/PLN w latach 2006–2010*. Poznań: Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

U.S. Department of The Treasury (2020). *Report to Congress, Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of The United States*, https://home.treasury.gov/system/files/206/December-2020-FX-Report-FINAL.pdf (dostęp: 24.11.2022).

U.S. Department of The Treasury (2021). *Report to Congress, Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of The United States*, https://home.treasury.gov/system/files/206/December-2021-FXR-FINAL.pdf (dostęp: 24.11.2022).

Varoufakis, Y. (2015). *Globalny Minotaur. Europa, Ameryka i przyszłość światowej gospodarki*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Ziegler-Hasiba, E., Turnes, E. (2018). Negative Interest Rate Policy in Switzerland, *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 6(3), s. 103–128.

Związek Banków Polskich (2015). *Biała księga kredytów frankowych w Polsce*, https://www.zbp.pl/getmedia/583d24ee-450e-4a97-a9bc-4c71b85f7749/06-Biala-ksiega-kredytow-frankowych-w-Polsce_marzec_2015 (dostęp: 24.11.2022).

THE COLLAPSE OF THE BRETTON WOODS SYSTEM, CARRY TRADE AND SWISS FRANC LOANS

Abstract

The Bretton Woods System collapse is the institutional reason for the lawsuit wave in Polish courts against banks in connection with FX loans. In the 1990s Poland joined the global system in its strong expansion phase of debt, which fuelled developed economies, accepting all deregulatory institutional solutions by the IMF, the OECD, and the EU – including speculative capital flows and the floating exchange rate regime. FX loans in Poland, in the form of "carry trade" interest rate arbitrage, were offered in the period called the "speculative bubble Greenspan–Bernanke era". The Lehman Brothers collapse not only triggered a financial catastrophe in the USA, but also led to the Polish currency crisis, revealing the negative consequences of "gold anchor abandonment" in the international monetary system. Despite the crisis origination in Wall Street, in the centre of the global monetary system, the serious consequences of this event were borne by emerging market economies – including Polish FX borrowers.

The global financial crisis triggered the problem of the unpayable public debt under normal conditions in some of G7 states. Events that took place after the 2008 crisis outbreak (including the COVID-19 crisis) pushed the biggest central banks to resort

to the quantitative easing practices and pursue the zero interest rate policy. The ongoing devaluation of reserve currencies, due to the cross currency rate mechanism, has a negative effect on FX loan holders in Poland.

Keywords: central banks, carry trade, FX loans, quantitative easing, value metre, macroeconomic equilibrium

JEL Classification: E44, E52, E58, E59

Rozdział 12

AKTUALNE WYZWANIA DLA STABILNOŚCI POLSKIEGO SYSTEMU FINANSOWEGO JAKO DŁUGOFALOWY REZULTAT UPADKU SYSTEMU Z BRETTON WOODS

Maciej Zaleśkiewicz

Abstrakt

W opracowaniu omówiono przyczyny, które spowodowały masowe udzielanie przez polskie banki komercyjne kredytów walutowych. Kredyty te stwarzają obecnie najpoważniejsze wyzwanie dla stabilności polskiego systemu finansowego. Choć akcja kredytowa prowadzona z wykorzystaniem wspomnianych produktów bankowych miała miejsce przede wszystkim w I dekadzie XXI w., to zastosowanie perspektywy analitycznej wypracowanej przez przedstawicieli nowej ekonomii instytucjonalnej pozwala stwierdzić, iż uwarunkowania gospodarcze i regulacyjne, które umożliwiły wprowadzenie na polski rynek kredytów walutowych, ukształtowały się na przestrzeni ponad trzech dekad w wyniku odejścia od stosowania zasad składających się na system z Bretton Woods. W konsekwencji w opracowaniu wykazano również, iż aktualne wyzwania dla stabilności polskiego systemu finansowego, z uwagi na przyczyny udzielania kredytów walutowych, stanowią w istocie długofalowy rezultat upadku wspomnianego systemu.

Słowa kluczowe: *carry trade*, CIRS, dysparytet stóp procentowych, kredyty walutowe, stabilność systemu finansowego, swoboda przepływu kapitału

Kody JEL: B52, G15, G21, G51, N20

> „Nigdy wszakże nie ma zupełnego przerwania, absolutnej nieciągłości pomiędzy przeszłością, choćby nawet odległą, a obecnymi czasami, czy, jeśli kto woli, nie ma współczesności nieskażonej przeszłością" [Braudel, 2013, s. 61].

12.1. Wprowadzenie

Jak wynika z najnowszych edycji *Raportów o stabilności systemu finansowego w Polsce*, sporządzanych cyklicznie przez NBP, jednym z najpoważniejszych wyzwań dla stabilności polskiego systemu finansowego jest obecnie kwestia kredytów walutowych[1] [NBP, 2021a, s. 6; NBP, 2022, s. 6].

Celem niniejszego opracowania jest wykazanie, iż uwarunkowania instytucjonalne, które umożliwiły wprowadzenie na polski rynek kredytów walutowych, ukształtowały się, na przestrzeni ponad trzech dekad, w wyniku odejścia od stosowania zasad składających się na system z Bretton Woods.

Cel opracowania determinuje jego systematykę – w pierwszej kolejności zarysowana zostanie istota wyzwań wynikających z ekspozycji banków na kredyty walutowe. Następnie przedmiotem opisu będzie instrumentarium analityczne (wypracowane w nurcie nowej ekonomii instytucjonalnej), którego zastosowanie umożliwia zrekonstruowanie związku przyczynowo-skutkowego między upadkiem systemu z Bretton Woods a obserwowanym w I dekadzie XXI w. zjawiskiem finansowania mieszkaniowych potrzeb konsumentów poprzez kredyty walutowe.

W głównej części opracowania zostanie wykazane, iż do konsekwencji upadku systemu z Bretton Woods zaliczyć można m.in. liberalizację przepływów kapitałowych, zmienność kursów walutowych, powstanie zjawiska dysparytetu stóp procentowych oraz rozwój walutowych instrumentów pochodnych (CIRS), które miały stanowić sposób zabezpieczenia przed ryzykiem wynikającym ze zmienności kursu walutowego i stóp procentowych. Z jednej strony (podażowej) wskazane wyżej zjawiska stanowiły główne przyczyny przesądzające o możliwości i atrakcyj-

[1] Przez pojęcie kredytów walutowych, którym posługuję się w niniejszym artykule, rozumiem denominowane w walutach obcych oraz indeksowane do nich zabezpieczone hipotecznie kredyty udzielane przez polskie banki komercyjne, zaciągane bądź to na cele mieszkaniowe przez gospodarstwa domowe, bądź też na cele inwestycyjne przez osoby fizyczne prowadzące jednoosobową działalność gospodarczą. Jak wskazuje Liberadzki [2021, s. 175], odwołując się do stanowiska przedstawionego przez Prezesa UOKiK, kredyt denominowany to kredyt, którego wartość została wyrażona w umowie w walucie obcej, lecz po przeliczeniu odpowiednim kursem waluty obcej na złote został uruchomiony w walucie polskiej. Jednocześnie kredytobiorca dokonuje spłaty rat kredytu również w walucie krajowej, po uprzednim przeliczeniu jej według kursu wymiany walut. Z kolei kredyt indeksowany (waloryzowany) tym się różni od kredytu denominowanego, że wskazana w umowie kwota została wyrażona w walucie krajowej.

ności biznesowej oferowania przez polskie banki kredytów walutowych. Z drugiej strony (popytowej) zjawiska te sprawiały, iż klienci banków, podejmując decyzję dotyczącą zaciąganych kredytów, kierowali się chęcią wykorzystania różnic kursowych i dysparytetu stóp procentowych, występujących między środowiskiem gospodarczym złotego a innymi obszarami walutowymi (Szwajcaria, strefa euro). W ten sposób, jako swego rodzaju *carry traders*, zamierzali oni stać się beneficjentami mechanizmów rozwijającego się po upadku systemu z Bretton Woods rynku FOREX, wpisując swoje zachowania ekonomiczne w ogólnoświatowe tendencje finansjalizacyjne.

Ostatnia część opracowania zawiera natomiast próbę oceny efektywności kredytów walutowych jako jednego z licznych rezultatów wdrożenia do polskiego porządku gospodarczego instytucji ukształtowanych wskutek upadku systemu z Bretton Woods.

12.2. Kredyty walutowe jako wyzwanie dla stabilności polskiego systemu finansowego

Zgodnie z danymi NBP, zawartymi w *Raporcie o stabilności systemu finansowego* z czerwca 2021 r., walutowe kredyty mieszkaniowe znajdowały się w bilansach 31 banków i wynosiły 114 mld PLN, z czego kredyty we franku szwajcarskim stanowiły 92 mld PLN, tj. ponad 80% portfela [NBP, 2021a, s. 42]. W konsekwencji w zawartych w niniejszym opracowaniu analizach ograniczono się jedynie do wskazywania danych dotyczących kredytów walutowych denominowanych lub indeksowanych do franka szwajcarskiego, pominięto zaś pozostałe waluty, w tym euro.

Kredyty walutowe nie są udzielane w Polsce od ponad dekady – banki zaprzestały w zasadzie ich udzielania na masową skalę pod koniec 2011 r., a w 2013 r., w związku z podjęciem Uchwały nr 148/2013 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 18 czerwca 2013 r. w sprawie wydania Rekomendacji S dotyczącej dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie, wprowadzony został nadzorczy wymóg udzielania kredytu jedynie w walucie, w której kredytobiorca uzyskuje dochód [NBP, 2021a, s. 42]. W konsekwencji wartość kredytów walutowych w bilansach banków systematycznie się zmniejsza (o około 8% r/r). Na koniec 2020 r. stanowiła ona około 5% PKB wobec 10% PKB w 2009 r. [NBP, 2021a, s. 42]. Portfel kredytów walutowych w Polsce na przestrzeni ostatnich lat charakteryzował się bardzo dobrą jakością, podobnie kształtowała się również sytuacja finansowa większości kredytobiorców [NBP, 2018, s. 107].

Związane z portfelem walutowych kredytów hipotecznych zagrożenie dla stabilności polskiego systemu finansowego nie odnosi się zatem do ryzyka kredytowego. Jest ono natomiast związane z ryzykiem prawnym.

Na skutek długoletniego trendu silnej aprecjacji franka szwajcarskiego wobec złotego, zapoczątkowanego w związku z wybuchem w 2008 r. światowego kryzysu finansowego i pogłębionego w wyniku decyzji o zaniechaniu dalszego utrzymywania górnej granicy wahań kursu franka szwajcarskiego względem euro, podjętej przez SNB 15 stycznia 2015 r. (nazywanego niekiedy w tym kontekście w publicystyce „czarnym czwartkiem"), doszło do wzrostu stanu zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów walutowych. Wzrost ten uwidocznił się przede wszystkim w wyrażeniu złotowym oraz, w znacznie mniejszym stopniu, w wysokości rat kapitałowo-odsetkowych (wartość części odsetkowej ograniczana była bowiem przez ujemną wartość stawki LIBOR CHF, stanowiącej referencyjną stopę oprocentowania kredytów). W wyniku opisanego zjawiska saldo kredytów udzielanych w latach 2007–2008, mimo upływu wielu lat regularnego i terminowego uiszczania płatności kapitałowo-odsetkowych, pozostawało wyższe niż w momencie zaciągania kredytu, na co wskazują dane przedstawione w tabeli 12.1.

Tabela 12.1. Zmiana wysokości wskaźnika LTV* kredytów walutowych – moment udzielenia kredytu a „czarny czwartek" w dniu 15.01.2015 r. (%)

Okres udzielenia kredytu	LTV w okresie udzielenia kredytu	LTV na dzień 15.01.2015
III kw. 2006	76,36	55,42
III kw. 2007	74,08	100,89
IV kw. 2007	74,39	108,28
III kw. 2008	72,09	113,78
I kw. 2009	65,86	72,14

* LTV (*loan-to-value*) – relacja wartości kapitału kredytu pozostającego do spłaty do wartości nieruchomości, na której ustanowiono hipotekę będącą zabezpieczeniem kredytu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP [2015b].

Sytuacja, w której saldo kredytu pozostałego do spłaty, mimo upływu wielu lat regularnego i terminowego uiszczania płatności kapitałowo-odsetkowych, pozostawało wyższe niż w momencie zaciągania kredytu, skłania wielu kredytobiorców do kwestionowania zawartych umów na drodze sądowej. Dokładne przedstawienie relatywnie skomplikowanej problematyki prawnej związanej z kredytami walutowymi wykracza poza zakres problemowy niniejszego opracowania. Na potrzeby prowadzonych rozważań należy jednak wskazać, iż w postępowaniach sądowych kredytobiorcy podnoszą, iż banki stosowały w umowach kredytowych niedozwo-

lone klauzule umowne, zwane też klauzulami abuzywnymi. Zgodnie z art. 385[1] § 1 kodeksu cywilnego niedozwolone postanowienia umowne to nieuzgodnione indywidualnie z konsumentem postanowienia umowne, które kształtują jego prawa i obowiązki w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami, rażąco naruszając jego interesy. Spośród kilku niedozwolonych klauzul umownych, wskazywanych w skargach kierowanych przez kredytobiorców do Rzecznika Finansowego po „czarnym czwartku", statystycznie najczęstszymi były tzw. klauzule waloryzacyjne, określające sposób przeliczania rat kapitałowo-odsetkowych wyrażonych we franku szwajcarskim na potrzeby ich regulowania w złotych [Rzecznik Finansowy, 2016, s. 7]. Ewentualne stwierdzenie podnoszonej przez kredytobiorców abuzywności klauzuli waloryzacyjnej w konkretnym procesie sądowym nie determinuje jednak ostatecznie ani sytuacji ekonomicznej i prawnej kredytobiorcy, ani nie określa zakresu obowiązków banku. W orzecznictwie sądowym nie wyjaśniono bowiem dotychczas w sposób definitywny rozbieżności dotyczących skutków prawnych stwierdzenia abuzywności klauzuli waloryzacyjnej. Ujawniają się one przede wszystkim w sferze rozliczeń między bankiem a kredytobiorcą.

Każdy ze sposobów uregulowania tej kwestii, możliwy do zastosowania ze względów prawnych, pociąga za sobą odmienne skutki ekonomiczne i finansowe dla banków. Skutki te wahają się od względnie umiarkowanych do bardzo wysokich, mogących mieć konsekwencje systemowe dla stabilności sektora bankowego w Polsce [NBP, 2021a, s. 46]. Ich oszacowanie zostało zawarte w tabeli 12.2.

Tabela 12.2. Szacunkowe koszty zastosowania poszczególnych rozwiązań prawnych w sporach związanych z kredytami walutowymi

Możliwe rozstrzygnięcie	Koszt (mld zł)*	Koszt/wyniki finansowe brutto (%)**	Koszt/ Fundusze własne (%)*
Zmiana kursu z tabeli bankowej na kurs średni NBP	8,8	35	3
Upadek umów z wynagrodzeniem za kapitał	56,4	380	33
Usunięcie klauzuli abuzywnej – zamiana na PLN i LIBOR	78,5	450	37
Upadek umów bez wynagrodzenia za kapitał	101,5	580	48
Upadek umowy bez zwrotu kapitału i jego kosztu	234	1340	110

* Na koniec 2020 r.
** Średnie wyniki z lat 2017–2019.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP [2021a] oraz KNF [2021].

Niezależnie od rozbieżności obserwowanych w orzecznictwie liczba powództw sądowych wytaczanych przez kredytobiorców przeciwko bankom szybko rośnie. Zwiększa się również odsetek korzystnych dla kredytobiorców rozstrzygnięć, w tym

orzeczeń, w których sądy stwierdzają nieważność umowy. Na koniec 2020 r. kredyty objęte pozwami stanowiły około 15% całkowitej wartości portfela kredytów we franku szwajcarskim. Udział pozwów, które dotyczą kredytów całkowicie spłaconych bądź nieujętych w bilansach banków z innego powodu (przeniesionych do ewidencji pozabilansowej, sprzedanych) w całkowitej liczbie pozwów, wynosił około 10% [NBP, 2021a, s. 44]. Zdecydowana większość pozwów odnosi się do kredytów indeksowanych, choć skumulowana liczba toczących się postępowań sądowych rośnie także za sprawą powództw wytaczanych przez kredytobiorców, którzy zawarli umowę kredytu denominowanego [NBP, 2022, s. 37].

W związku z powyższym banki tworzą systematycznie odpisy oraz rezerwy na potencjalne straty wynikające z ryzyka prawnego związanego z portfelem walutowych kredytów mieszkaniowych. Dotyczą one zarówno kredytów już objętych pozwami, jak i pozwów przewidywanych. Łącznie na koniec I półrocza 2021 r. wartość utworzonych rezerw i odpisów na koszty ryzyka prawnego związanego z kredytami walutowymi wyniosła ponad 15 mld PLN, tj. mniej niż 20% portfela. W sektorze istnieje jednak duże zróżnicowanie relacji rezerw i odpisów do wartości portfela kredytów w CHF między poszczególnymi bankami. Według szacunków na koniec czerwca 2021 r. wynosiła ona średnio 19%, przy czym w niektórych bankach dochodziła do 30–45% (np. PKO BP utworzył specjalny fundusz o wartości 6,7 mld PLN), w kilku była zaś niższa niż 10%. Tak dużą rozbieżność mogłoby tłumaczyć uwzględnianie przez banki nie tylko wielkości i charakterystyk posiadanego portfela kredytów CHF, ale także możliwości zwiększenia rezerw bez narażenia się na niedobory kapitału. Takie postępowanie mogłoby sugerować nieadekwatną, w niektórych bankach, skalę rezerw w relacji do ich ekspozycji na ryzyko prawne [NBP, 2021b, s. 31–32].

12.3. Dorobek nowej ekonomii instytucjonalnej jako perspektywa poszukiwania zależności przyczynowych w ekonomii

Pełna rekonstrukcja wszystkich przyczyn (ekonomicznych i pozaekonomicznych) masowego korzystania z produktu w postaci walutowych kredytów hipotecznych w Polsce w I dekadzie XXI w. wykracza poza zakres problemowy niniejszego opracowania. Podjęte tu rozważania będą się natomiast koncentrować na wskazaniu, iż jedną z głównych przyczyn udzielania tych kredytów był nowy ład instytucjonalny, który ukształtował się w gospodarkach kapitalistycznych po upadku syste-

mu z Bretton Woods, a następnie, w wyniku transformacji ustrojowej po 1989 r., został wdrożony również w Polsce.

Wyjaśnienie zależności występujących między upadkiem systemu z Bretton Woods a masowym udzielaniem walutowych kredytów hipotecznych wymaga zastosowania instrumentarium analitycznego wypracowanego przez nową ekonomię instytucjonalną, ze szczególnym uwzględnieniem dorobku jej dwóch wybitnych przedstawicieli – amerykańskich noblistów Olivera Williamsona oraz Douglassa Northa.

Jak wskazuje North, instytucje to endogeniczne, wykreowane przez człowieka ograniczenia, które determinują interakcje gospodarcze i społeczne. Mogą one przybierać postać ograniczeń zarówno formalnych (takich jak przepisy prawa powszechnie obowiązującego czy wystandaryzowane na poziomie branżowym formy prowadzenia działalności gospodarczej), jak i nieformalnych (obejmujących np. zwyczaje czy tradycje). Wraz z klasycznie postrzeganymi przez ekonomię ograniczeniami (dotyczącymi dostępności zasobów) instytucje określają kontekst gospodarowania i wpływają na ustalenia wszystkich kategorii podmiotów zaangażowanych w decyzje ekonomiczne, tworząc strukturę bodźców dla uczestników życia gospodarczego. Od ostatecznej postaci tej struktury zależy rezultat gospodarowania i ocena jego efektywności [North, 1991, s. 97].

Co istotne, przedstawiciele nowej ekonomii instytucjonalnej wskazują, iż instytucje ewoluują stopniowo, łącząc przeszłość z teraźniejszością i przyszłością. W ujęciu nowej ekonomii instytucjonalnej historia gospodarcza stanowi w dużej mierze opowieść o ewolucji instytucjonalnej [North, 1991, s. 97], która może trwać bardzo długo. Schemat analizy przemian instytucjonalnych został opracowany przez Williamsona. Obejmuje on cztery poziomy, na których kształtują się instytucje. Wyróżnia się tu: poziom zakorzenienia (*embeddedness*, L1), poziom środowiska instytucjonalnego (*institutional environment*, L2), poziom zarządzania (*governance*, L3) oraz poziom alokacji zasobów (*resource allocation*, L4) [Williamson, 2000, s. 597]. Należy przy tym podkreślić, iż według komentowanego schematu zmiany na poszczególnych poziomach formowania się instytucji następują w różnych szeregach czasowych – te z najniższego poziomu (L4), tj. alokacji zasobów, dokonują się w sposób nieustanny (*continuous*), podczas gdy te z najwyższego poziomu (L1), tj. ze sfery zakorzenienia, mogą pozostawać niezmienne przez setki lat [Williamson, 2000, s. 597].

Williamson wskazuje, iż między poszczególnymi poziomami kształtowania się instytucji zachodzą sprzężenia zwrotne. Z jednej strony wybory podejmowane przez uczestników gry rynkowej na poziomie zarówno L3, jak i L4 są zdeterminowane poprzez matryce czy wzorce instytucjonalne pochodzące z wyższego

poziomu. Z drugiej strony decyzje zapadające na niższym poziomie mogą kształtować postać rozwiązań instytucjonalnych na poziomie L2 oraz L1 [Williamson, 2000, s. 596–597]. Takie ujęcie zależności przyczynowych w nowej ekonomii instytucjonalnej zbliża ją metodologicznie do wypracowanej w II połowie XX w. w naukach historycznych koncepcji długiego trwania (*longue durée*). Mankamenty paradygmatów stanowiących fundament analiz ekonomicznych prowadzonych w nurcie szkoły neoklasycznej skłaniają do formułowania w literaturze postulatów interdyscyplinarnego otwarcia się ekonomii i wykorzystania perspektywy długiego trwania także w ekonomicznej analizie współczesnych zagadnień gospodarczych [Wilkin, Kargol-Wasiluk, Zalesko, 2019, s. 668–674].

W kolejnej części opracowania zostanie wykazane, zgodnie z optyką przyjmowaną przez nową ekonomię instytucjonalną, iż bezpośrednie konsekwencje upadku systemu z Bretton Woods relatywnie powoli (poziom L2 według skali Williamsona) ukształtowały instytucjonalny kontekst, w którym po około 30 latach mogły zostać wykreowane i zastosowane na szeroką skalę produkty bankowe, jakimi były walutowe kredyty hipoteczne. Aktualne wyzwania dla stabilności systemu finansowego w Polsce stanowią zaś immanentny efekt uboczny akcji kredytowej prowadzonej z wykorzystaniem tego rodzaju produktów bankowych.

12.4. Konsekwencje upadku systemu z Bretton Woods jako przyczyny udzielania kredytów walutowych (ze szczególnym uwzględnieniem przypadku Polski)

Do najważniejszych elementów systemu z Bretton Woods należały: po pierwsze, ustalenie kursów centralnych poszczególnych walut w relacji do dolara amerykańskiego, który jako jedyna waluta systemu był wymienialny na złoto (według sztywnej relacji: 35 USD za uncję); po drugie, dopuszczenie jednoprocentowych wahań wokół parytetu wymiany walut krajowych na dolara i jego dewaluacji w przypadku powstania nierównowagi w bilansie płatniczym; po trzecie zaś brak wymienialności wielu walut i istotne ograniczenia w swobodzie przepływów kapitałowych [Grostal i in., 2016, s. 107]. W związku z taką konstrukcją systemu z Bretton Woods do najważniejszych długookresowych konsekwencji jego upadku zalicza się z kolei m.in. rozpowszechnienie się płynnych kursów walutowych i związaną z nim liberalizację międzynarodowych przepływów kapitałowych oraz zmiany w paradygmacie prowadzenia polityki pieniężnej [Polański, 2021][2].

[2] Por. też rozdziały Joanny Niedźwiedzińskiej i Jarosława Janeckiego zamieszczone w niniejszym tomie.

Płynne kursy walutowe zaczęły się szybko rozpowszechniać w 1973 r. Zniesienie kontroli kapitałowych w USA i RFN nastąpiło pod koniec tego samego roku, choć np. w Wielkiej Brytanii dopiero w 1979 r. [Marston, 1993, s. 529]. Uwolnienie kursów walutowych doprowadziło do znacznej zmienności na rynkach walutowych – zmienność kursów na wybranych parach dolara i walut zachodnioeuropejskich wzrosła do 1989 r. kilku- lub nawet kilkunastokrotnie w porównaniu z sytuacją sprzed upadku systemu z Bretton Woods [Marston, 1993, s. 517].

Ukształtowany w ten sposób system kursów płynnych, w którym cena danej waluty określana jest na podstawie mechanizmu rynkowego, wiązał się też z wprowadzeniem do międzynarodowych finansów nowej kategorii ryzyka, tj. ryzyka kursowego. Od tej pory, rozważając opłacalność swoich działań, aktorzy ekonomiczni zmuszeni byli brać pod uwagę nie tylko cenę produktu czy usługi, ale także zmienność kursu walutowego, ustalanego na rozwijającym się od czasu upadku systemu z Bretton Woods rynku FOREX.

Zmiany spowodowane upadkiem systemu z Bretton Woods i rozpowszechnieniem się płynnych kursów walutowych oraz liberalizacją przepływów kapitałowych zmieniły również znaczenie i specyfikę polityki pieniężnej. W okresie obowiązywania systemu z Bretton Woods główne narzędzia prowadzenia przez banki centralne antycyklicznej polityki monetarnej polegały na stosowaniu ilościowych ograniczeń akcji kredytowej (których komplementarnym mechanizmem była daleko posunięta reglamentacja dewizowa). Rezultatem przyjęcia takich rozwiązań była daleko idąca zbieżność między krajową a międzynarodową stopą procentową [Monnet, 2018]. W konsekwencji upadku systemu z Bretton Woods większość walut systemu straciła natomiast kotwice nominalne, gdyż waluty te przestały być sztywno związane z dolarem, a dolar ze złotem. Uwolnienie się przez banki centralne od ograniczenia monetarnego umożliwiło im prowadzenie dyskrecjonalnej polityki pieniężnej [Grostal i in., 2016, s. 108].

W ten sposób uczestnicy międzynarodowego obrotu gospodarczego musieli zacząć mierzyć się również z kolejnym, obok ryzyka kursowego, wyzwaniem, tj. ryzykiem dysparytetu poziomów stóp procentowych, obowiązujących w obszarach walutowych kontrolowanych przez poszczególne władze monetarne.

W rezultacie potrzeba znalezienia sposobu zabezpieczenia się przed ryzykiem kursowym i ryzykiem stopy procentowej doprowadziła do rozwoju inżynierii finansowej i skonstruowania skomplikowanych instrumentów pochodnych – już w 1972 r. pojawiły się kontrakty *futures* na kurs walutowy, z kolei *swap* walutowy i *swap* na stopę procentową były stosowane kolejno w 1981 i 1982 r. [Oleszko, Mogilnicki, 2010, s. 7].

Rozwój instrumentów pochodnych umożliwił z czasem prowadzenie znaczących operacji finansowych w oderwaniu od sfery realnej gospodarki. W ciągu około czterech dekad po upadku systemu z Bretton Woods średnie dzienne obroty na rynku walutowym OTC szacowano na 5 bln USD, przy czym 93% transakcji zawieranych było przez instytucje finansowe, zaś 67% transakcji zawierano przy użyciu instrumentów pochodnych [Adamska, Główka, Sobiecki, 2018, s. 7].

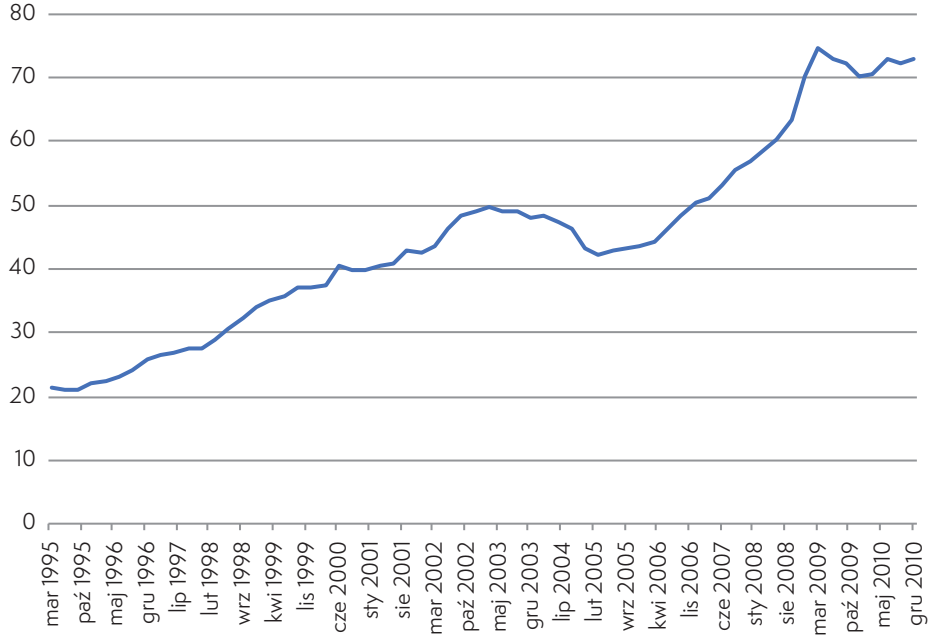
Efektem ubocznym rozwoju instrumentów pochodnych była fundamentalna zmiana w postrzeganiu podstawowych reguł gospodarowania. W rezultacie powstania narzędzi zabezpieczających przed ryzykiem przestano zwracać na nie uwagę, pokładając całkowitą ufność w metodach indywidualnego zabezpieczenia się przed możliwością jego wystąpienia. Co więcej, inżynieria finansowa zaczęła być coraz częściej postrzegana jako samoistny sposób kreowania dochodów w oderwaniu od fundamentalnych reguł życia ekonomicznego, w tym ścisłego związku ryzyka z dochodowością podejmowanych przedsięwzięć [Ratajczak, 2012, s. 292]. Tego rodzaju postawa jest z kolei jedną z cech charakterystycznych dla zjawiska finansjalizacji, którego powstanie nie tylko zbiegło się w czasie, ale w pewnej mierze zostało również zdeterminowane nowym ładem instytucjonalnym powstałym w wyniku upadku systemu z Bretton Woods.

Zjawisko prywatyzacji powstałych w wyniku upadku sytemu z Bretton Woods ryzyk towarzyszących gospodarowaniu oraz przekonanie o możliwości ich ograniczenia poprzez wykorzystanie inżynierii finansowej, zbiegło się w czasie również z pojawieniem się tendencji do wycofywania się państwa z aktywnej roli w zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych obywateli. Finansowanie budownictwa mieszkaniowego w coraz większym stopniu pozostawiane było przez władze publiczne mechanizmom rynkowym. W rezultacie okres po upadku systemu z Bretton Woods charakteryzuje się tzw. wielkim uhipotecznieniem (*great mortgaging*), czyli wzrostem kredytów hipotecznych w bilansach banków komercyjnych [Lewicki, 2019, s. 117]. Jak wskazuje Marek Belka [2015], powołując się na badania prowadzone przez Òscara Jordę, Moritza Schularicka i Alana Taylora, udział kredytów mieszkaniowych wzrósł w krajach rozwiniętych z przeciętnie ok. 20% PKB na początku lat 80. XX w. do niemal 70% PKB w 2010 r. Co więcej, z ustaleń tych autorów wynika, iż w ślad za wzrostem akcji kredytowej kierowanej na rynek mieszkaniowy nastąpił bezprecedensowy wzrost zadłużenia podmiotów prywatnych – z ok. 60% PKB na początku lat 80. XX w. do ponad 110% PKB w 2010 r. Tendencja ta była zauważalna również w Polsce, co potwierdzają dane zaprezentowane na rysunku 12.1.

Tak spektakularny wzrost akcji kredytowej w przedstawionym okresie nie byłby możliwy bez zastosowania zmian instytucjonalnych, wynikających z upadku systemu z Bretton Woods, tj. bez korzystania ze swobody przepływu kapitału

i instrumentów pochodnych zabezpieczających przed ryzykiem kursowym oraz ryzykiem stopy procentowej.

Rysunek 12.1. Relacja zadłużenia prywatnego sektora niefinansowego do PKB w Polsce w latach 1995–2010 (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP [2017].

Powstanie zjawiska dysparytetu stóp procentowych prowadziło do wzrostu popularności strategii *carry trade*, w ramach której wybrane gospodarki o wyższym poziomie stóp procentowych pełniły funkcję destynacji dla napływu kapitału z krajów używających walut o niższej stopie procentowej [Grostal i in., 2016, s. 109]. Mechanizm ten zauważalny był także w odniesieniu do finansowania budownictwa mieszkaniowego. Stosowanie strategii typu *carry trade* w miarę upływu czasu po upadku systemu z Bretton Woods stawało się coraz bardziej powszechne, gdyż poszerzeniu ulegał zakres aktorów rynkowych korzystających z tej strategii. Jej replikacja zauważalna była bowiem nie tylko w działaniach regularnie uczestniczących w międzynarodowym obrocie gospodarczym przedsiębiorstw produkcyjnych czy też profesjonalnych podmiotów sektora finansowego, ale także w podejściu konsumentów. Równoległy do kształtowania się ładu instytucjonalnego po upadku systemu z Bretton Woods rozwój technologii informatycznych oraz tendencje deregulacyjne w sektorze bankowym [Chmielewski, Sławiński, 2010, s. 50;

Adamska i in., 2018, s. 53], jak również wspomniana już wyżej zmiana perspektywy postrzegania fundamentalnych procesów i mechanizmów gospodarczych, charakterystyczna dla finansjalizacji, spopularyzowały korzystanie ze strategii typu *carry trade* także przez indywidulanych kredytobiorców, którzy chcieli wykorzystać mechanizmy rynkowe związane z występowaniem różnic kursowych i dysparytetu w poziomie stóp procentowych w celu zwiększania prywatnego majątku [Beer, Ongena, Peter, 2008, s. 9–10; Białowolski, Węziak-Białowolska, 2017, s. 288–289]. Zjawisko to miało przy tym swoje uwarunkowania kulturowe – z badań socjologów gospodarczych wynika bowiem, iż stanowiło ono wynik rozwijającej się po upadku systemu z Bretton Woods ideologii promującej indywidualną przedsiębiorczość, przejawiającą się w działaniach zmierzających do dywersyfikacji źródeł dochodu (majątku). Dochód ten, dotychczas uzyskiwany przede wszystkim z pracy, miał stawać się wynikiem inwestowania na rynkach finansowych, wcześniej zasadniczo niedostępnych dla indywidulanych konsumentów [Lewicki, 2019, s. 137]. Ponieważ podstawę majątku konsumentów stanowiła nieruchomość, w której mieszkają, tendencje związane z wykorzystywaniem mechanizmów typu *carry trade* uwidaczniały się przede wszystkim w odniesieniu do sposobów finansowania jej nabycia.

Determinowane zamiarem skutecznego wykorzystania strategii typu *carry trade* potrzeby konsumentów zostały zaspokojone przez sektor bankowy poprzez wykreowanie produktu w postaci zabezpieczonego hipotecznie kredytu walutowego. Zastosowanie takiej formuły finansowania indywidualnych potrzeb mieszkaniowych klientów możliwe było ze względu na import kapitału z zagranicy oraz zastosowanie innowacji finansowych. W ten sposób zakres kreowania przez banki pieniądza fiducjarnego, charakteryzującego okres po upadku systemu z Bretton Woods, został dodatkowo poszerzony, co dało możliwość zadłużania się kolejnym kategoriom konsumentów, którzy w innych okolicznościach nie posiadaliby odpowiedniej do udzielenia im kredytu zdolności kredytowej bądź też których zdolność kredytowa byłaby znacznie niższa.

W ten sposób wykorzystanie elementów ładu instytucjonalnego charakterystycznego dla okresu po upadku systemu z Bretton Woods, przejawiające się w konstrukcji produktu w postaci kredytu walutowego, przyniosło obopólne korzyści – zarówno dla kredytobiorców, jak i dla banków komercyjnych. Pierwsza z grup mogła bowiem realizować swoje zamierzenia majątkowe na większą skalę, druga korzystała zaś ze zwiększenia wolumenów sprzedaży i związanych z tym faktem możliwości generowania dodatkowych źródeł przychodu (z tytułu spreadów walutowych, prowizji, sprzedaży produktów dodatkowych etc.), co w warunkach równoległego do upadku systemu z Bretton Woods rozpowszechniania się koncepcji *shareholders value* miało decydujące znaczenie w przypadku strategii

produktowych i sprzedażowych banków komercyjnych [Chmielewski, Sławiński, 2010, s. 51–52], generujących dodatkowe strumienie dochodów bez (współmiernej) pracy i kapitału [Adamska i in., 2018, s. 47]. W okolicznościach występowania obopólnych korzyści dla stron umowy kredytu walutowego ich wzajemne oddziaływanie w ramach gry rynkowej wywoływało efekt sprzężenia zwrotnego – rosnące korzyści dla kredytobiorców zwiększały podaż kredytów walutowych przez banki, co powodowało z kolei zwiększenie oferty kredytów walutowych zarówno w wielkościach bezwzględnych, jak i w odniesieniu do zakresu akcji kredytowej prowadzonej w walutach lokalnych. Wymownym symbolem tego zapewniającego obopólne korzyści sprzężenia zwrotnego był relatywnie duży odsetek pracowników banków komercyjnych zaciągających kredyty walutowe [Stypułkowski, 2015].

Charakteryzujące okres po upadku systemu z Bretton Woods powstanie pieniądza fiducjarnego spowodowało sytuację, w której podwójna kotwica zaufania (materialna forma pieniądza lub wartość oparta na materialnych zasobach oraz społeczna instytucja bazująca na zaufaniu) zamieniła się w pojedynczą, opartą jedynie na zaufaniu do władz/suwerena dbających o wartość pieniądza [Adamska i in., 2018, s. 51]. Z tego względu kredyty walutowe były denominowane lub indeksowane do franka szwajcarskiego, z uwagi na zaufanie pokładane w gospodarce Szwajcarii i działaniach podejmowanych przez jej władze monetarne.

Kredyty walutowe odnoszące się do franka szwajcarskiego zaczęły być udzielane na zauważalną skalę w latach 90 XX. w., przy czym w latach 1997–2007 dynamika ich udzielania przez banki w strefie euro znacząco przewyższała dynamikę kredytowania sektora niefinansowego – w tym ostatnim przypadku wartość kredytu wzrosła dwukrotnie, podczas gdy wartość kredytu denominowanego we franku szwajcarskim była trzykrotnie wyższa [Brown, Peter, Wehrmüller, 2009, s. 3]. Do końca 2007 r. w strefie euro udzielono kredytów walutowych o wartości 238 mld CHF, z czego ponad 80% przypadało na kredyty udzielone przez banki w czterech krajach sąsiadujących ze Szwajcarią – tj. w Austrii, Niemczech, Francji i Włoszech, jak również w Luksemburgu [Brown i in., 2009, s. 4]. O ile w przypadku Niemiec i Luksemburga kredyt walutowy służył w dużej mierze finansowaniu przedsiębiorstw sektora niefinansowego, o tyle w Austrii tego rodzaju produkt bankowy został zastosowany na szeroką skalę do finansowania kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych [Brown i in., 2009, s. 2]. Spowodowało to znaczące problemy w zakresie kondycji ekonomicznej tych gospodarstw oraz stanowiło potencjalne zagrożenie dla stabilności systemu finansowego w Austrii [Beer i in., 2008, s. 2], wpisując się w bardziej ogólną prawidłowość charakteryzującą realizację strategii *carry trade* – uruchomione w wyniku zniesienia reglamentacji dewizowej migracje kapitału do krajów o wyższej stopie procentowej niejednokrotnie

powodowały w nich nadmierny wzrost akcji kredytowej oraz pogorszenie jakości kredytów i kapitału w sektorze bankowym [Grostal i in., 2016, s. 110].

Uwarunkowania instytucjonalne gospodarki polskiej w I dekadzie po rozpoczęciu transformacji w 1989 r. odpowiadały, *toutes proportions gardées*, uwarunkowaniom konstytuującym system z Bretton Woods. W konsekwencji ich modyfikacja doprowadziła również do wystąpienia skutków analogicznych do tych, jakie zostały opisane wyżej w odniesieniu do kredytów walutowych udzielanych w innych krajach.

Między styczniem 1990 r. a październikiem 1991 r. kurs złotego określony był w reżimie kursu sztywnego – początkowo, podobnie jak waluty w systemie z Bretton Woods, do dolara amerykańskiego, a następnie w stosunku do koszyka walut, w których udział dolara amerykańskiego wynosił 45% [Borowski, Brzoza-Brzezina, Szpunar, 2003, s. 27]. Wywołana akcesją do OECD konieczność liberalizacji przepływów kapitałowych, w połączeniu z relatywnie wysokim poziomem stopy procentowej, spowodowała znaczny napływ kapitału zagranicznego do Polski. W konsekwencji, począwszy od maja 1995 r., kurs złotego zaczął być wyznaczany w reżimie pełzającej dewaluacji z przedziałem wahań ±7%, zaś w okresie od października 1998 r. do kwietnia 2000 r. pasmo wahań utrzymywało się na dwucyfrowym poziomie – początkowo ±12,5%, następnie zaś ±15% [Bańbuła, Koziński, Rubaszek, 2011, s. 285–286]. W kwietniu 2000 r. nastąpiła pełna liberalizacja kursu złotego względem walut obcych, a w 2002 r. zniesione zostały w zasadzie wszelkie ograniczenia w przepływie kapitału między Polską a krajami należącymi do UE, EOG oraz OECD [Czermińska, 2004, s. 36].

Podobnie jak w przypadku walut zachodnioeuropejskich po upadku systemu z Bretton Woods, upłynnienie kursu złotego po 2000 r. doprowadziło do znaczącej zmienności jego kursu. Warto podkreślić, iż w latach 2000–2010 zmienność kursu złotego była najwyższa spośród wszystkich walut regionu Europy Środkowej – odchylenie standardowe średnich miesięcznych kursów złotego było odpowiednio o 17%, 28% i 55% większe niż w przypadku węgierskiego forinta, rumuńskiego leja oraz czeskiej korony [Bańbuła i in., 2011, s. 293].

Powyższe zmiany instytucjonalne umożliwiły wprowadzenie przez polskie banki innowacyjnego produktu, jakim był kredyt walutowy. Jego atrakcyjność biznesowa, jak również sama dopuszczalność jego stosowania opierały się na dwóch opisanych wcześniej konsekwencjach upadku systemu z Bretton Woods – dysparytecie stóp procentowych oraz rozwoju innowacji finansowych.

Jakkolwiek w odniesieniu do poziomu stopy procentowej najatrakcyjniejszą opcją wydawał się japoński jen, polskie banki decydowały się ostatecznie na udzielanie kredytów we franku szwajcarskim, gdyż kurs tej waluty charakteryzował się

większą stabilnością [Bielecki, 2015]. Wprowadzenie obniżonego oprocentowania umożliwiło zatem uzyskanie wyższego kredytu przez osobę o określonej zdolności kredytowej bądź udzielanie kredytu osobom, które nie miałyby wystarczającej zdolności kredytowej, by zaciągnąć kredyt w złotym. Skalę atrakcyjności wprowadzenia nowego produktu w postaci kredytu walutowego ilustrują dane przedstawione w tabeli 12.3.

Tabela 12.3. Porównanie warunków kredytu złotowego i walutowego (kredyt na 250 tys. PLN zaciągnięty na 30 lat w 2005 r.)

Waluta	Oprocentowanie (%)	Wysokość raty (PLN)	Korzyść (PLN)	Korzyść (%)
PLN	5,3	1400	–	–
EUR	3,1	1100	300	21
CHF	1,8	930	470	34

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ZBP [2015].

Wykorzystanie mechanizmu dysparytetu stóp procentowych spowodowało znaczący wzrost udziału kredytów mieszkaniowych w bilansach banków. Podobnie jak miało to miejsce po upadku systemu z Bretton Woods w krajach najbardziej rozwiniętych gospodarczo, między 2002 a 2008 r. udział kredytów mieszkaniowych w aktywach sektora bankowego w Polsce zwiększył się ponad czterokrotnie, a ich udział w należnościach od sektora niefinansowego ponad trzykrotnie [Kwaśniak, 2013, s. 3]. Za większość przyrostu portfela kredytowego banków w I dekadzie XXI w. odpowiadały przy tym kredyty walutowe – tylko w latach 2000–2003 udział kredytów walutowych w kredytach udzielonych przez polski sektor bankowy wzrósł z 11,4% do 68,4%, by w marcu 2009 r. pobić rekord 71,8%. Zrównanie się udziału kredytów walutowych i złotowych nastąpiło dopiero w 2014 r. [NBP, 2015a, s. 29].

Co istotne, kredyty walutowe były relatywnie dużo mniej popularne w segmencie korporacyjnym – ich udział nie przekroczył w latach 1996–2009 poziomu jednej trzeciej ogółu wszystkich kredytów udzielonych przedsiębiorstwom [Bańbuła i in., 2011, s. 289]. Świadczy to o tym, że strategia *carry trade* była zdecydowanie bardziej popularna wśród konsumentów niż wśród podmiotów profesjonalnych (przedsiębiorstw sektora niefinansowego), częstokroć posiadających rozwinięte powiązania gospodarcze z zagranicą. Taki stan rzeczy mógł wynikać z opisanych już wyżej uwarunkowań kulturowych, promujących „inwestowanie" na rynku finansowym przez konsumentów, którzy w wielu przypadkach nie posiadali jednocześnie wystarczającej wiedzy na temat ryzyka walutowego. Wiedza ta, dostępna z kolei

w dużo większym stopniu wśród podmiotów profesjonalnych, mogła wpływać na ich relatywnie mniejsze zainteresowanie kredytami walutowymi.

Finansowanie potrzebne do udzielania przez banki komercyjne kredytów walutowych pochodziło z dewiz pozyskanych w ramach pożyczek od zagranicznych banków matek bądź z emisji dłużnych papierów wartościowych. Źródła te były jednak niewystarczające w odniesieniu do skali prowadzonej akcji kredytowej. Pozyskiwanie finansowania na akcję kredytową w walutach obcych charakteryzowała zatem tzw. długa pozabilansowa pozycja walutowa – aktywa walutowe przewyższały pasywa walutowe. Choć akcja kredytowa prowadzona z wykorzystaniem kredytów walutowych mogła być teoretycznie w pozostałej części finansowana depozytami złotowymi, to sytuacja taka byłaby jednak nie do zaakceptowania z uwagi na wymogi dotyczące zarządzania ryzykiem w działalności banku. W przypadku braku zabezpieczenia otwartej walutowej pozycji bilansowej zmiany kursu walutowego wpływałyby niesymetrycznie na wartość aktywów i pasywów w bilansach banków, prowadząc do istotnej zmienności wyników finansowych, a w szczególności do powstawania strat w przypadku aprecjacji złotego. Co więcej, finansowanie kredytów walutowych depozytami złotowymi byłoby niekorzystne z punktu widzenia zyskowności banków – poziom stóp procentowych w odniesieniu do franka szwajcarskiego był bowiem niższy niż w przypadku złotego [NBP, 2015a, s. 116]. W związku z powyższym istotna część akcji kredytowej bazowała wprawdzie na środkach złotowych, lecz odpowiednio transformowanych przez zastosowanie instrumentów pochodnych. We wrześniu 2007 r. ponad 40% kredytów walutowych było refinansowanych za pomocą pozabilansowych instrumentów pochodnych, głównie swapów [Brown i in., 2009, s. 10].

Polskie banki komercyjne korzystały zatem ze stosowanych od czasów upadku systemu z Bretton Woods instrumentów pochodnych zabezpieczających ryzyko kursowe oraz ryzyko stopy procentowej. Większość banków domykała otwartą walutową pozycję bilansową poprzez transakcję CIRS (*currency interest rate swap*). W wyniku zawierania takich transakcji banki krajowe otrzymywały środki w walucie obcej, które zobowiązywały się zwrócić w późniejszym terminie. Bieżąca sprzedaż na rynku kasowym walut obcych otrzymanych w wymianie początkowej transakcji CIRS pozwalała tym instytucjom otwierać krótką pozabilansową pozycję walutową, która równoważyła ich długą pozycję walutową z tytułu kredytów mieszkaniowych nominowanych w walutach obcych. W ten sposób banki krajowe niwelowały ryzyko wynikające z niedopasowania struktury walutowej aktywów i pasywów. Strategie zabezpieczające z wykorzystaniem transakcji CIRS pozwalały ograniczać również ryzyko zmian stóp procentowych poprzez dopasowanie strumieni pieniężnych z tytułu płatności odsetkowych określanych według różnych

stawek referencyjnych [NBP, 2015a, s. 299]. Skalę stosowania pozabilansowych instrumentów pochodnych w polskim systemie bankowym ukazuje tabela 12.4.

Tabela 12.4. Wartość aktywów, pasywów oraz pozycji pozabilansowych w CHF banków komercyjnych w wybranych latach okresu 2008–2017 (mld PLN, według stanu na koniec roku)

Rok	Aktywa – pozycje bilansowe (+)	Pozycje pozabilansowe (+)	Pasywa – pozycje bilansowe (–)	Pozycje pozabilansowe (–)	Pozycja walutowa netto
2008	145,4	13,8	65,2	93,9	0,1
2011	179,4	10,9	96,1	94,2	0,0
2014	144,6	19,0	77,8	85,9	–0,1
2017	114,3	18,0	39,1	93,3	–0,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF [2021].

Zastosowanie instrumentów pochodnych, umożliwiające bankom zwiększenie skali udzielania kredytów walutowych, doprowadziło, w mechanizmie sprzężenia zwrotnego, do jeszcze większej popularności tych kredytów. Wobec wynikającej z zastosowania instrumentów pochodnych aprecjacji złotego (banki wymieniały na rynku kasowym waluty pozyskane w ramach transakcji pochodnych na złote) atrakcyjność zaciągania kredytów walutowych stawała się jeszcze większa [Sławiński, 2020, s. 305–306]. Doprowadziło to do sytuacji, w której znacząca część kredytów dla gospodarstw domowych znalazła się poza zasięgiem oddziaływania krajowych władz monetarnych [Kwaśniak, 2013, s. 16; Bańbuła i in., 2011, s. 289]. W konsekwencji Rada Polityki Pieniężnej nie mogła skutecznie oddziaływać na gospodarkę poprzez mechanizm transmisji monetarnej (kanał stopy procentowej i kanał kursu walutowego). Nie można było bowiem powstrzymać boomu kredytowego przez znaczące podniesienie stóp procentowych, gdyż taka sytuacja wzmocniłaby jeszcze bardziej presję na aprecjację złotego, a przez to popyt na kredyty walutowe [Sławiński, 2020, s. 306].

Co istotne, refinansowanie akcji kredytowej prowadzonej w Polsce z wykorzystaniem kredytów walutowych odnoszących się do franka szwajcarskiego nie odbywało się ani poprzez depozyty, ani poprzez emisję długu podporządkowanego, ani poprzez zawieranie kontraktów pochodnych z jakimkolwiek udziałem szwajcarskiego sektora bankowego [Brown i in., 2009, s. 10–11]. Okoliczność ta dowodzi, iż w odniesieniu do refinansowania portfela kredytowego denominowanego we franku szwajcarskim zauważalne były tendencje finansjalizacyjne, odrywające stosowane techniki i wykreowane instrumenty finansowe od uwarunkowań i potrzeb gospodarki realnej.

Tytułem podsumowania dotychczasowych analiz należy wskazać na zawarte w tabeli 12.5 graficzne przedstawienie sekwencji zdarzeń gospodarczych składających się na ciąg przyczynowo-skutkowy między upadkiem systemu z Bretton Woods a aktualnymi wyzwaniami dla stabilności polskiego systemu finansowego.

Tabela 12.5. Sekwencja zdarzeń gospodarczych – od upadku systemu z Bretton Woods do współczesnych wyzwań dla stabilności polskiego systemu finansowego

Aktor rynkowy	Banki		Kredytobiorcy
Rezultaty upadku systemu z Bretton Woods	Liberalizacja kursów walutowych ↓ Zmienność na rynku FOREX ↓ Instrumenty pochodne zabezpieczające przed zmiennością na rynku FOREX ↓	*Sprzężenie zwrotne* ↔	Liberalizacja przepływów kapitałowych ↓ Autonomizacja polityki pieniężnej ↓ Dysparytet stóp procentowych ↓
Motywacje aktora rynkowego ↓	Zamiar wykorzystania instrumentów pochodnych w celu zwiększenia skali działalności biznesowej ↓	*Sprzężenie zwrotne* ↔	Zamiar wykorzystania dysparytetu stóp procentowych w decyzjach konsumpcyjnych ↓
Konsekwencja 1 ↓	Kredyty walutowe ↓		
Konsekwencja 2	Wyzwania dla stabilności polskiego systemu finansowego		

Źródło: opracowanie własne.

12.5. Zakończenie

Dokonanemu wyżej ustaleniu przyczyn wykreowania kredytów walutowych powinna towarzyszyć ocena instytucjonalnego ładu, w ramach którego były one udzielane. Jak wykazano wyżej, liberalizacja przepływów kapitałowych, dysparytet stóp procentowych oraz stworzone jako odpowiedź na zmienność na rynku FOREX instrumenty pochodne złożyły się na, używając określenia Northa [1991, s. 97], instytucjonalną strukturę bodźców dla uczestników życia gospodarczego. Ocena fenomenu walutowych kredytów hipotecznych, udzielanych w Polsce w wyniku zmian instytucjonalnych odzwierciedlających zmiany zasad gospodarowania, które pojawiły się na świecie po upadku systemu z Bretton Woods, powinna dokonać się zatem na podstawie kryteriów oceny jakości instytucji wypracowanych w nowej

ekonomii instytucjonalnej. Zgodnie ze stanowiskiem prezentowanym przez wspomnianą szkołę ekonomiczną instytucje są efektywne m.in. wówczas, gdy redukują koszty transakcyjne, obniżają niepewność w procesie wymiany, zwiększają sprawność gospodarowania oraz przyczyniają się do wzrostu dobrobytu w społeczeństwie [Sukiennik, Dokurno, Fiedor, 2017, s. 130].

Bilans oceny dokonanej według wspomnianych kryteriów w odniesieniu do zjawiska kredytów walutowych wypada negatywnie.

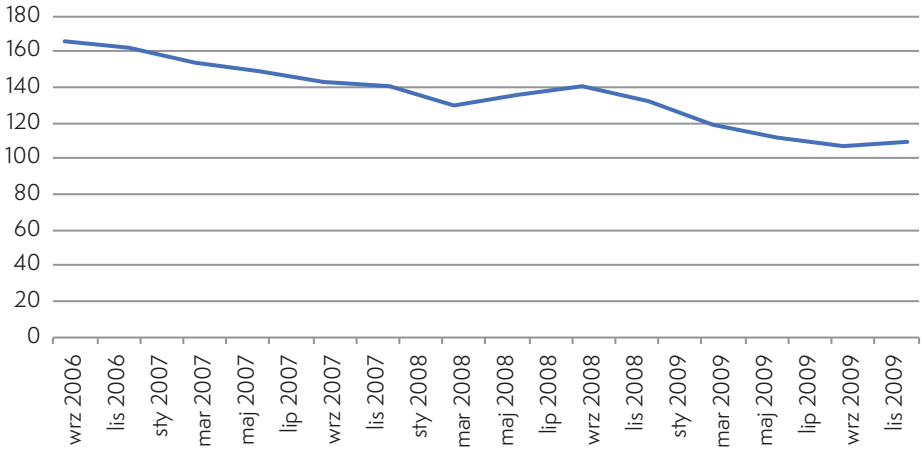
Z jednej strony podnosi się, iż bez dopływu do Polski kapitału zagranicznego za pośrednictwem finansowania bankowego nie byłoby szansy na choćby częściowe zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych wchodzącej w rodzinne życie generacji osób urodzonych w latach 70. i 80. XX w. Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli środowiska bankowego można szacować, że walutowe kredyty hipoteczne umożliwiły wybudowanie około 250 tys. mieszkań, które prawdopodobnie nie powstałyby, gdyby nie zostały sfinansowane zaimportowanym kapitałem [Stypułkowski, 2015].

Z drugiej jednak strony przyjęcie nawet najbardziej ostrożnych z zaprezentowanych w niniejszym opracowaniu szacunków dotyczących kosztów materializacji ryzyka prawnego związanego z udzielaniem kredytów walutowych pozwala stwierdzić, iż udzielanie tych kredytów wygenerowało znaczące i niepotrzebne koszty transakcyjne. Należy przy tym wskazać, iż koszty te nie mogą zostać wyeliminowane z systemu gospodarczego – jedynym sposobem rozwiązania problemu nadmiernych kosztów transakcyjnych wynikających z zawierania umów kredytów walutowych jest bowiem alokacja tych kosztów do jednej z grup interesariuszy – banków, kredytobiorców lub państwa. Ponieważ, jak się wydaje, żadna z tych grup interesariuszy nie jest dostatecznie silna, by doprowadzić do korzystnej dla siebie alokacji kosztów transakcyjnych, wiele prób ustawowego rozwiązania problemów wynikających z kredytów walutowych nie doczekało się realizacji [Jura, 2021, s. 137–138]. Stan ten może w pewnym stopniu przyczyniać się do wzajemnego antagonizowania poszczególnych grup interesariuszy i, poprzez zmniejszenie zaufania i kapitału społecznego, obniżać efektywność gospodarowania.

Ponadto kredyty walutowe, wbrew nadziejom związanym z ich wprowadzeniem, nie poprawiły dobrobytu społecznego. Analiza danych empirycznych przedstawionych na rysunkach 12.2 i 12.3 prowadzi do wniosku, iż, paradoksalnie, zastosowanie rozwiązań instytucjonalnych, które miały służyć zwiększeniu dostępności mieszkań w Polsce, znacznie ją ograniczyło. Obserwowany, podobnie jak na całym świecie po upadku systemu z Bretton Woods, wzrost zadłużenia hipotecznego gospodarstw domowych w Polsce doprowadził ostatecznie do wzrostu cen nieruchomości. W konsekwencji ograniczeń doznała również sama

dostępność kredytu (tj. wartość potencjalnego maksymalnego kredytu mieszkaniowego wyrażona jako krotność miesięcznego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw na danym rynku) oraz dostępność mieszkań rozumiana jako wielkość mieszkania (w metrach kwadratowych), które byłaby w stanie kupić na rynku pierwotnym (ceny ofertowe) osoba uzyskująca przeciętne w danym województwie dochody i finansująca zakup mieszkania kredytem.

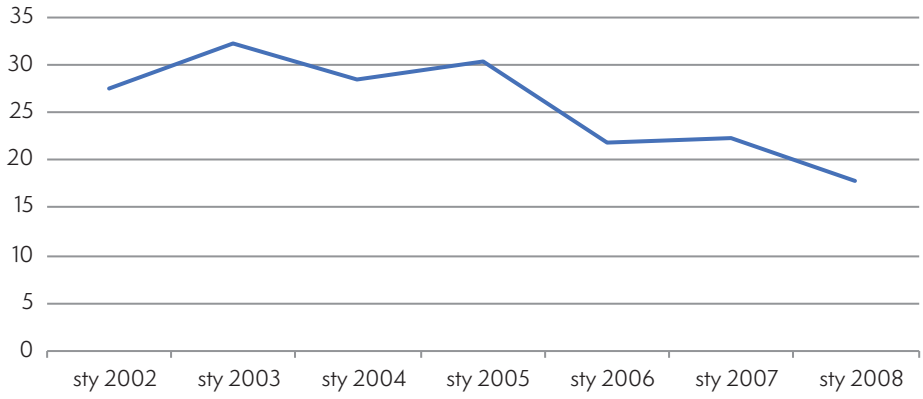
Rysunek 12.2. Dostępny kredyt mieszkaniowy w Warszawie (liczba przeciętnych wynagrodzeń)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP [2016].

Co więcej, w wielu przypadkach udzielanie kredytów walutowych nie przyczyniło się do wzrostu dobrostanu społecznego także w tym sensie, iż wskutek zmienności na rynkach walutowych wyrażone w wielu wypadkach w złotych saldo kredytu pozostaje, mimo upływu wielu lat jego rzetelnego spłacania, wyższe niż w momencie zaciągnięcia przez konsumentów zobowiązania kredytowego. Sytuacja ta może potencjalnie negatywnie wpływać na zdrowie i samopoczucie kredytobiorców i ich rodzin, niezależnie od tego, że przeprowadzone po turbulencjach mających miejsce na rynku walutowym w tzw. czarny czwartek badania nie potwierdzają masowego występowania tego typu zjawisk w krótkim terminie od wzrostu kursu franka szwajcarskiego i salda kredytu pozostałego do spłaty [Białowolski, Węziak-Białowolska, 2017].

Rysunek 12.3. Symulacja kredytowej dostępności mieszkań w Warszawie (mkw.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP [2013].

Kolejnym paradoksalnym wymiarem nieefektywności kredytów walutowych jest kwestia konsekwencji refinansowania ich udzielania poprzez stosowanie instrumentów pochodnych typu CIRS. Jak wykazano już wyżej, sam fakt korzystania z tych instrumentów powodował presję na wzmocnienie kursu złotego w latach 2007–2008, doprowadzając, w mechanizmie sprzężenia zwrotnego, do dalszego wzrostu atrakcyjności kredytów walutowych i zwiększając tym samym skalę negatywnych konsekwencji ich udzielania. Należy jednak wskazać, iż nieefektywność zastosowania instrumentów typu CIRS ujawniła się w kontekście kredytów walutowych także w 2021 r., tj. przy okazji rozważania koncepcji rozwiązania problemu kredytów walutowych poprzez ich możliwe przewalutowanie na złote. Po ewentualnej konwersji, w ramach której kredyty walutowe w bilansach banków zostałyby zastąpione kredytami złotowymi, banki musiałyby zamknąć swoje otwarte pozycje walutowe. Oznaczałoby to konieczność zakupu obcych walut na rynku spot i „oddania ich" na rynku swapowym. Szacunkowa wielkość rozważanego w 2021 r. programu (16 mld CHF) byłaby znacznie większa niż średnie dzienne obroty na krajowym spotowym rynku walutowym (2,6 mld USD). Dlatego, gdyby banki miały dokonywać transakcji spot bezpośrednio na rynku, mogłoby to generować silną presję na deprecjację złotego, zwiększając koszt całej operacji [Kalisz, Chrapek, 2021]. Zamykanie pozycji płynnościowych mogłoby przy tym odbić się na rynku CIRS [Kalisz, Chrapek, 2021] w tym sensie, że naraziłoby banki na ryzyko nieodnowienia transakcji CIRS oraz wzrost kosztów zabezpieczenia spowodowany występowaniem wyższej premii na tych transakcjach [Koziński, 2014]. W związku z tym podnoszono, iż transakcje walutowe związane z konwersją kredytów walutowych na złote mogłyby dokonywać się, teoretycznie, poza ryn-

kiem, z udziałem NBP. Realizacja takiego scenariusza wiązałaby się jednak nieuchronnie z niepożądanym uszczupleniem rezerw walutowych polskiego banku centralnego [Kalisz, Chrapek, 2021]. Można zatem stwierdzić, iż zastosowanie innowacji finansowych do zwiększenia akcji kredytowej oraz samo udzielanie kredytów walutowych w Polsce wpisuje się w identyfikowany w literaturze przedmiotu paradoks, zgodnie z którym instrumenty pochodne, wykreowane w celu zmitygowania danego ryzyka, posiadają jednocześnie potencjał do jego znacznej amplifikacji [Godłów-Legiędź, 2011, s. 12].

Mając na uwadze powyższe, można stwierdzić, iż kredyty walutowe, jako egzemplifikacja wprowadzenia do polskiego porządku instytucjonalnego rozwiązań powstałych po upadku systemu z Bretton Woods, nie mogą zostać ocenione pozytywnie. Należy jednak podkreślić, iż całościowa ocena ładu instytucjonalnego powstałego po upadku systemu z Bretton Woods i jego wprowadzenia w Polsce w żadnym razie nie powinna bazować jedynie na przypadku kredytów walutowych. Wspomniana wcześniej duża zmienność kursu złotego obserwowana po jego upłynnieniu w 2000 r., amplifikująca problemy związane z obsługą walutowych kredytów hipotecznych, stawała się już wielokrotnie jednoczesnym amortyzatorem szoków obserwowanych w realnej gospodarce, której powiązania z zagranicą zostały znacząco pogłębione w okresie udzielania kredytów walutowych. Między 1995 a 2009 r. udział eksportu w PKB Polski zwiększył się z 23,2% do 39,5%, w przypadku importu zaś z 21% do 39,4%. [Bańbuła i in., 2011, s. 288]. Co więcej, trudno wyobrazić sobie zarządzanie ryzykiem, w działalności zarówno banków, jak i przedsiębiorstw sektora niefinansowego, bez zastosowania instrumentów pochodnych, w tym instrumentów typu *swap*. Wydaje się zatem, iż nawet jeśli, jak starano się wykazać w niniejszym opracowaniu, aktualne wyzwania dla stabilności polskiego systemu finansowego stanowią w pewnej mierze konsekwencję upadku systemu z Bretton Woods, nie wydaje się ani realne, ani zasadne postulowanie przywrócenia zasad obowiązujących w ramach tego systemu. Należy zgodzić się z formułowanym w literaturze [Polański, 2021] stwierdzeniem, zgodnie z którym ewentualne mankamenty obecnie obowiązującego ładu gospodarczego powinny być korygowane nie poprzez powrót do zasad obowiązujących w ramach systemu z Bretton Woods, lecz poprzez modyfikację i bardziej efektywne zarządzanie instytucjami, które ukształtowały się i rozpowszechniły w konsekwencji upadku tego systemu.

Bibliografia

Adamska, A., Główka, G., Sobiecki, G. (2018). *Pieniądz, kapitał i nieruchomości w procesie finansjeryzacji*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Bańbuła, P., Koziński, W., Rubaszek, M. (2011). The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy in Poland, *BIS Papers*, 57, s. 285–295, https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap57t.pdf (dostęp: 21.06.2022).

Beer, Ch., Ongena, S., Peter, M. (2008). Borrowing in Foreign Currency: Austrian Households as Carry Traders, *Swiss National Bank Working Papers*, 19, https://www.snb.ch/en/mmr/papers/id/working_paper_2008_19 (dostęp: 21.06.2022).

Belka, M. (2015). *Praca w systemie finansowym nie powinna być wyzwaniem moralnym*, https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/praca-w-systemie-finansowym-nie-powinna-byc-wyzwaniem-moralnym/ (dostęp: 21.06.2022).

Białowolski, P., Węziak-Białowolska, D. (2017). What Does a Swiss Franc Mortgage Cost? The Tale of Polish Trust for Foreign Currency Denominated Mortgages: Implications for Well-Being and Health, *Social Indicators Research: An International and Interdisciplinary Journal for Quality-of-Life Measurement*, 133(1), s. 285–301, https://ideas.repec.org/a/spr/soinre/v133y2017i1d10.1007_s11205-016-1363-9.html (dostęp: 21.06.2022).

Bielecki, J.K. (2015). *Bielecki o kredytach we frankach: Politycy byli zadowoleni z tego, że banki rywalizują*, https://serwisy.gazetaprawna.pl/finanse-osobiste/artykuly/858807, bielecki-o-kredytach-we-frankach-politycy-byli-zadowoleni-z-tego-ze-banki-rywalizuja.html (dostęp: 21.06.2022).

Borowski, J., Brzoza-Brzezina, M., Szpunar, P. (2003). Exchange Rate Regimes and Poland's Participation in ERM II, *Bank i Kredyt*, 1, s. 18–27.

Braudel, F. (2013). *Dynamika kapitalizmu*. Warszawa: Wydawnictwo Aletheia.

Brown, M., Peter, M., Wehrmüller, S. (2009). Swiss Franc Lending in Europe, *Aussenwirtschaft*, 64, s. 167–181, https://www.researchgate.net/publication/266862622_Swiss_Franc_Lending_in_Europe (dostęp: 21.06.2022)

Chmielewski, T., Sławiński, A. (2010). Wykorzystywanie instrumentów nadzorczych w polityce makrostabilnościowej, *Zarządzanie Publiczne*, 3, s. 49–66.

Czermińska, M. (2004). Liberalizacja regulacji dewizowych w Polsce w latach dziewięćdziesiątych, *Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie*, 639, s. 25–37.

Godłów-Legiędź, J. (2011). Funkcje państwa i rynku z perspektywy kryzysu finansowego, *Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica*, 248, s. 9–22.

Grostal, W., Jabłecki, J., Beniak, P., Cizkowicz-Pękała, M., Skrzeszewska-Paczek, E., Wesołowski, G., Żuk P. (2016). *Alternatywne strategie polityki pieniężnej*, https://www.nbp.pl/publikacje/bci/Alternatywne_Strategie_PP.pdf (dostęp: 21.06.2022).

Jura, T. (2021). Kredyty waloryzowane do franka szwajcarskiego a ryzyko systemowe w polskim sektorze bankowym, *Bezpieczny Bank*, 2, s. 121–149, https://ojs.bfg.pl/index.php/bb/issue/view/1 (dostęp: 22.06.2022).

Kalisz, P., Chrapek, C. (2021). *Komentarz Specjalny. Trudna wiosna dla rynku walutowego*, https://www.citibank.pl/poland/homepage/polish/files2/komentarz210204.pdf (dostęp: 21.06.2022).

KNF (2021). *Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego co do kierunków rozstrzygnięcia zagadnień prawnych przedstawionych przez Pierwszego Prezesa Sądu Najwyższego dotyczących hipotecznych kredytów mieszkaniowych denominowanych lub indeksowanych do waluty obcej*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dla_SN_ws_kredytow_FX_74047.pdf (dostęp: 21.06.2022).

Koziński, W. (2014). *Pismo do wicemarszałka Senatu RP Marii Pańczyk-Pozdziej*, https://www.senat.gov.pl/gfx/senat/userfiles/_public/k8/dokumenty/stenogram/oswiadczenia/bierecki/5102o.pdf (dostęp: 21.06.2022).

Kwaśniak, W. (2013). *Finansowanie budownictwa mieszkaniowego w Polsce*, https://www.senat.gov.pl/gfx/senat/userfiles/_public/k8/komisje/2013/kbfp/prezentacje/097_3a.pdf (dostęp: 21.06.2022).

Lewicki, M. (2019). *Społeczne życie hipoteki*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Scholar.

Liberadzki, M. (2021). Rozliczenie kredytu mieszkaniowego z niedozwolonymi walutowymi klauzulami indeksacyjnymi, *Studia BAS*, 2, s. 173–193, https://studiabas.sejm.gov.pl/Journal.nsf/pubBAS.xsp?documentId=D05F7F7676BCA052C1258720002B123B&lang=PL (dostęp: 22.06.2022).

Marston, R.C. (1993). Interest Differentials under Bretton Woods and the Post-Bretton Woods Float: The Effects of Capital Controls and Exchange Risk. W: *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (s. 515–546), National Bureau of Economic Research, https://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/6879.html (dostęp: 21.06.2022).

Monnet, E. (2018). *Macroprudential Tools, Capital Controls, and the Trilemma: Insights from the Bretton Woods Era*, https://voxeu.org/article/macroprudential-tools-capital-controls-and-trilemma (dostęp: 21.06.2022).

NBP (2013). *Raport o stabilności systemu finansowego*, grudzień 2013, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (dostęp: 21.06.2022).

NBP (2015a). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 roku*, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/rozwoj.html&navid=0005 (dostęp: 21.06.2022).

NBP (2015b). *Raport o stabilności systemu finansowego*, styczeń 2015, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (dostęp: 21.06.2022).

NBP (2016). *Raport o stabilności systemu finansowego*, grudzień 2016, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (dostęp: 21.06.2022).

NBP (2017). *Raport o stabilności systemu finansowego*, czerwiec 2017, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (dostęp: 21.06.2022).

NBP (2018). *Raport o stabilności systemu finansowego*, grudzień 2018, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (dostęp: 21.06.2022).

NBP (2021a). *Raport o stabilności systemu finansowego*, czerwiec 2021, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (dostęp: 21.06.2022).

NBP (2021b). *Raport o stabilności systemu finansowego*, grudzień 2021, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (dostęp: 21.06.2022).

NBP (2022). *Raport o stabilności systemu finansowego*, czerwiec 2022, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (dostęp: 21.06.2022).

North, D.C. (1991). Institutions, *Journal of Economic Perspectives*, 5(1), s. 97–112, https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.5.1.97 (dostęp: 21.06.2022).

Oleszko, M., Mogilnicki, P. (2010). *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej i ryzykiem walutowym – kalkulacja miar ryzyka w świetle dyrektywy ws. adekwatności kapitałowej – metody zaawansowane oraz ćwiczenia praktyczne*, https://nmf.knf.gov.pl/Microportals/NMF/Images/materialy_zarzadzanie_ryzykiem_tcm74–23175.pdf (dostęp: 21.06.2022).

Polański, Z. (2021). System z Bretton Woods i jego dziedzictwo, *Gazeta SGH Insight*, 364, s. 56–60 (wywiad przedrukowany w niniejszym tomie w części *Postscriptum*).

Ratajczak, M. (2012). Finansyzacja gospodarki, *Ekonomista*, 3, s. 281–302.

Rzecznik Finansowy (2016). *Analiza prawna wybranych postanowień umownych stosowanych przez banki w umowach kredytów indeksowanych do waluty obcej lub denominowanych w walucie obcej zawieranych z konsumentami*, https://rf.gov.pl/wp-content/uploads/2020/05/Kredyty_walutowe_raport_RF_2016.pdf (dostęp: 21.06.2022).

Sławiński, A. (2020). 30 lat polskiej transformacji z perspektywy banku centralnego, *Ekonomista*, 2, s. 306–319.

Stypułkowski, C. (2015). *Nie był Pan hazardzistą*, https://cezarystypulkowski.pl/2015/02/14/nie-byl-pan-hazardzista/ (dostęp: 21.06.2022).

Sukiennik, J., Dokurno, Z., Fiedor, B. (2017). System instytucjonalnej równowagi a proces zmian instytucjonalnych z perspektywy zrównoważonego rozwoju, *Ekonomista*, 2, s. 121–142.

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. 2020, poz. 1740 z późn.zm.).

Wilkin, J., Kargol-Wasiluk, A., Zalesko, M. (2019). Równowaga instytucjonalna – fundament równowagi gospodarczej, *Ekonomista*, 6, s. 659–679.

Williamson, O.E. (2000). The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead, *Journal of Economic Literature*, 38(3), s. 595–613, https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jel.38.3.595 (dostęp: 21.06.2022).

Związek Banków Polskich (2015). *Biała Księga Kredytów Frankowych w Polsce*, https://www.zbp.pl/getmedia/583d24ee-450e-4a97-a9bc-4c71b85f7749/06-Biala-ksiega-kredytow-frankowych-w-Polsce_marzec_2015 (dostęp: 21.06.2022).

CURRENT CHALLENGES TO THE STABILITY OF THE POLISH FINANCIAL SYSTEM AS A LONG-TERM CONSEQUENCE OF THE COLLAPSE OF THE BRETTON WOODS SYSTEM

Abstract

The paper identifies the causes that have led to the massive granting of foreign currency loans in Poland. These loans currently pose the most considerable challenge to the stability of the Polish financial system. Although the lending activity based on the foreign currency loans was conducted mainly in the first decade of the 21st century, employing the analytical perspective developed by representatives of the new institutional economy

leads to a conclusion that the economic and regulatory conditions which enabled the introduction of foreign currency loans in the Polish market were shaped over the course of more than three decades, as a result of abandoning the application of the principles that framed the Bretton Woods System. Therefore, the paper also proves that the current challenges to the stability of the Polish financial system, taking into account the reasons for granting foreign currency loans in Poland, are in fact the long-term consequence of the collapse of the Bretton Woods System.

Keywords: carry trade, CIRS, interest rate disparity, foreign currency loans, financial system stability, free movement of capital

JEL Classification: B52, G15, G21, G51, N20

CZĘŚĆ III

PRZYSZŁOŚĆ

Rozdział 13

OD SYSTEMU Z BRETTON WOODS DO ZDECENTRALIZOWANYCH FINANSÓW

Grzegorz Sobiecki

Abstrakt

Upadek systemu z Bretton Woods wywołał ciąg zdarzeń i zjawisk (megaimpulsów monetarnych), który przyczynił się do powstania bitcoina i rozwoju sektora zdecentralizowanych finansów (*decentralized finance*, DeFi). Głównym megaimpulsem związanym z „poluzowaniem się" warunków monetarnych był trwały spadek realnych krótkoterminowych stóp procentowych, który przełożył się na niższy koszt kapitału i realnych dochodów z kapitału. Związany z nim był określony sposób podejmowania ryzyka – mechanizm analogiczny do transmisji impulsów monetarnych banku centralnego, funkcjonujący w teorii, rzadko znajdujący jednak potwierdzenie w rzeczywistości. Spadek realnych dochodów z kapitału, wysoka płynność rynków finansowych, znaczący udział długu w działalności gospodarczej oraz aktywne poszukiwanie renty przyczyniły się do wzrostu zainteresowania alternatywnymi formami lokowania kapitału. Oznacza to, że obniżka stóp procentowych mogła zwiększyć apetyt na ryzyko w warunkach wyczerpania się innych możliwości inwestycyjnych, szczególnie tych bezpiecznych.

Słowa kluczowe: Bretton Woods, finansjeryzacja, polityka monetarna

Kody JEL: E42, E52, E58, G21

13.1. Wprowadzenie

W tradycyjnym ujęciu mechanizm transmisji monetarnej (transmisji polityki pieniężnej do gospodarki) składa się z kanałów, którymi pierwotne impulsy (w szczególności zmiany krótkoterminowych stóp procentowych), generowane przez władze monetarne, wpływają na zmiany w gospodarce (przede wszystkim zmiany PKB i inflację). W literaturze wyróżnia się kilka takich kanałów [Chmielewski i in., 2018, s. 9]:

- kanał stopy procentowej: oddziaływanie stopy procentowej na inwestycje i pośrednio na konsumpcyjną substytucję międzyokresową;
- kanał kursu walutowego: oddziaływanie polityki pieniężnej poprzez kurs walutowy na inflację, a w rezultacie na konkurencyjność eksportową i import;
- kanał cen aktywów: oddziaływanie stopy procentowej na ceny akcji, co przekłada się na zmianę skłonności do finansowania kapitałem akcyjnym oraz poziom inwestycji (kanał *q* Tobina), a także zmianę wartości majątku gospodarstw domowych i konsumpcję (kanał majątkowy);
- kanał kredytowy: oddziaływanie stopy procentowej na zmiany wiarygodności kredytobiorców lub możliwość udzielania kredytów przez banki, a w rezultacie na faktyczne wydatki;
- kanał redystrybucji: wzrost stóp procentowych w stopniu, w jakim przekłada się na spadek inflacji, powoduje (1) zmianę realnej wartości bilansów, w związku z którą kredytodawcy zyskują, a kredytobiorcy tracą (2) redystrybucję od gospodarstw domowych płacących odsetki (netto) do otrzymujących odsetki (netto), w rezultacie (jeżeli gospodarstwa domowe, które są wierzycielami (netto) mają niższą krańcową skłonność do konsumpcji) wzrost stóp procentowych powoduje spadek zagregowanych wydatków;
- kanał kosztowy: oddziaływanie stóp procentowych na koszty finansowania kapitału obrotowego, który jest przenoszony bezpośrednio na ceny;
- kanał podejmowania ryzyka: zmiany stóp procentowych wpływają na percepcję i tolerancję ryzyka (a przez to na wielkość ryzyka w portfelach), wycenę aktywów oraz warunki i kryteria dostarczania finansowania przez pośredników finansowych.

Literatura sugeruje także, że polityka pieniężna może wpływać na stronę podażową (np. na naturalną stopę bezrobocia i/lub produkt potencjalny), a tym samym w pewnym stopniu również na długookresowy wzrost gospodarczy oraz, jak pokażę w niniejszym opracowaniu, na zmiany strukturalne w gospodarce.

Impulsy monetarne mogą również oddziaływać na produkt potencjalny, jeżeli przyczyniają się do boomów kredytowych. Boomom kredytowym towarzyszy przeważnie obniżenie wzrostu produktywności poprzez realokację zatrudnienia

w kierunku sektorów o niższym wzroście produktywności, takich jak budownictwo. Efekt ten jest znacznie większy, jeżeli dodatkowo po boomie kredytowym następuje kryzys. Jednocześnie niedobór kredytu (związany np. ze spadkiem podaży kredytu po kryzysie finansowym) może zmniejszać produktywność pracy i wysokość wynagrodzenia oraz intensywność wykorzystania kapitału w produkcji, przez co rośnie również ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw.

Celem niniejszego opracowania jest identyfikacja i analiza kanałów długoterminowego oddziaływania upadku systemu z Bretton Woods i powiązanych z nim „mega-impulsów" monetarnych, które w warunkach finansjeryzacji (inaczej finansjalizacji) przełożyły się na zmiany strukturalne w gospodarce – w szczególności na powstanie i rozwój nowego, dynamicznie rozwijającego się sektora usługowego gospodarki (zdecentralizowanych finansów), opartego na nowej klasie aktywów – tokenach.

13.2. Finansjeryzacja

Pod koniec II wojny światowej utworzono system z Bretton Woods, w ramach którego oparto waluty na dolarze (zamiast bancorze lub wprost złocie)[1] w związku z przewagą gospodarczą USA po (a częściowo dzięki) II wojnie światowej. Dwie trzecie zasobów złota monetarnego zgromadzone były wówczas w USA. Stany Zjednoczone zarówno w trakcie, jak i po II wojnie światowej osiągały wysokie nadwyżki handlowe. Jednakże podaż dolarów „dobrych jak złoto" rosła, w odpowiedzi na rosnący globalny popyt na nie, szybciej niż wynosił przyrost zasobów złota w wyniku wydobycia i produkcji, co korelowało z pogarszaniem się bilansu handlowego i płatniczego USA. W wyniku tego zjawiska oraz w warunkach rosnącego długu publicznego (w związku z finansowaniem wojny w Wietnamie, programu socjalnego *The Great Society* prezydenta Johnsona oraz ambitnego programu kosmicznego), galopującej inflacji (przekraczającej 5%), a także nieskuteczności działań podejmowanych w celu jej opanowania czy utrzymania parytetu złota do dolara, przy perspektywie pozbycia się do końca rezerw złota[2], prezydent Richard Nixon podjął stanowczy krok. W sierpniu 1971 r. zawiesił wymienialność USD na złoto według stałego parytetu[3], co zostało określone mianem szoku Nixona

1 Szerzej piszą o tym Cecylia Leszczyńska i Henryk Bąk w dwóch pierwszych rozdziałach niniejszej monografii.

2 W 1971 r., w momencie ogłoszenia decyzji przez prezydenta Nixona, rezerwy złota pokrywały ok. 19% zagranicznych zobowiązań Stanów Zjednoczonych, podczas gdy w 1947 r., w chwili podpisania deklaracji przez prezydenta Trumana, było to ok. 250% [por. NBP, 2013].

3 Nixon wydał zarządzenie nr 11615 zgodnie z ustawą o stabilizacji gospodarczej z 1970 r. (*Economic Stabilization Act of 1970*) [ESC, 1970], nakładając jednostronnie 90-dniową kontrolę płac i cen,

[Irwin, 2012]. Siła nabywcza dolara oderwała się *de facto* od wartości wewnętrznej. Powstał czysty pieniądz kredytowy oparty na administracyjnej decyzji (pieniądz typu *fiat* – „niech się stanie") i wyłącznej wierze w instytucję kontrolującą jego siłę nabywczą (pieniądz fiducjarny). W 1973 r. kraje Europy i Japonia wprowadziły reżim kursów płynnych, co oznaczało w praktyce koniec funkcjonowania systemu z Bretton Woods, choć formalnie został on ostatecznie rozwiązany w 1978 r. Dzięki systemowi stałych kursów oraz powiązaniu dolara ze złotem realny efektywny kurs dolara (REER) zmieniał się w relatywnie niewielkim stopniu przed upadkiem systemu z Bretton Woods. Po 1971 r. kursy nominalny i realny silnie się jednak załamały, co potwierdziło duże przewartościowanie amerykańskiej waluty. Powstał (czy raczej został pozostawiony sam sobie) globalny system kursów płynnych nazwany przez Johna Williamsona „międzynarodowym brakiem systemu monetarnego" (*international monetary non-system*)[4].

Bezpośrednim skutkiem szoku Nixona była silna dewaluacja dolara względem złota oraz na arenie międzynarodowej (obniżenie REER o 27% między 1970 a 1975 r.) na skutek wyprzedaży dolara, co tymczasowo poprawiło bilans płatniczy w 1975 r. Trwałe oderwanie dolara od złota spowodowało jednak, że wszystkie kraje posiadające znaczne rezerwy dolarów i rozliczające się na arenie międzynarodowej w tej walucie straciły w jednym momencie bardzo dużą część zgromadzonej siły nabywczej. Uderzyło to silnie w producentów ropy naftowej zrzeszonych w OPEC, którzy rozliczali się w dolarach, i przyczyniło się do szoków naftowych lat 70. XX w. Te negatywne szoki podażowe uderzyły w gospodarki większości krajów świata (z wyjątkiem eksporterów ropy naftowej), a szczególnie w Stany Zjednoczone, powodując istotny wzrost cen energii, a tym samym kosztów produkcji i transportu. Wywołały jednocześnie nieplanowany spadek produkcji i zatrudnienia oraz wysoką presję inflacyjną, która przełożyła się na faktyczny istotny wzrost rocznej inflacji (w USA do 14,8% w marcu 1980 r.). Z tego ostatniego powodu okres zawierający się między 1965 r. a 1982 r. bywa określany mianem wielkiej inflacji [Bryan, 2013].

Decyzje krajów OPEC, choć podjęte wprawdzie autonomicznie, okazały się jednak logiczną, niemal niemożliwą do uniknięcia przez USA konsekwencją deprecjacji dolara po upadku systemu z Bretton Woods. Upadek systemu był z kolei naturalnym następstwem oparcia go (w praktyce) na amerykańskim dolarze, powiązanym

10-procentową dodatkową opłatę importową oraz „zamykając złote okno", co spowodowało, że dolar przestał być oficjalnie zabezpieczany złotem [por. Nixon, 1971].

4 „Nie było żadnej umowy, określającej zasady podziału odpowiedzialności za dostosowania, żadnego projektu, efektywnego mechanizmu regulacji, faktycznego wprowadzenia standardu SDR (innego niż puste słowa – przyp. autora), żadnego mechanizmu eliminacji nadmiaru rezerw w systemie czy ograniczania asymetrii" [za: Truman, 2021, tłum. własne].

ze złotem, zamiast na wspólnej walucie światowej, bazującej np. na koszyku walut narodowych. Dalszą konsekwencją były – w warunkach trwale utrzymujących się nadwyżek handlowych w jednych krajach, a deficytów w innych – problemy z niedoborem płynności w skali międzynarodowej, będące przejawem tzw. dylematu Triffina[5].

Dodatkowo promowana miała być dyscyplina fiskalna (szczególnie przez MFW, który po upadku systemu z Bretton Woods zmienił charakter i cele działalności), w USA nie zostało to jednak zrealizowane aż do lat 90., przez co światowy dług publiczny w stosunku do PKB rósł do początku lat 90. XX w. Ograniczenie dotyczące zrównoważonego budżetu było kluczowe dla krajów rozwijających się, które w latach 70. i 80. miały wysokie potrzeby finansowe ze względu na doświadczane kryzysy gospodarcze, a także w związku z ogólnym rozwojem. Okazało się jednak później, że trudności w finansowaniu wydatków budżetowych długiem wewnętrznym zmusiły te gospodarki do finansowania się długiem zewnętrznym.

Szoki naftowe i przyspieszona w ich wyniku inflacja spowodowały, że Fed sukcesywnie podnosił stopy procentowe w latach 70., ale nie hamowały one inflacji, przez co realne stopy procentowe były w niektórych latach ujemne.

Jednocześnie ceny akcji nie rosły na tyle szybko[6], by finansowanie kapitałem własnym pozostało relatywnie opłacalne[7]. Indeks S&P 500 (urealniony CPI) spadł między grudniem 1972 r. a czerwcem 1982 r. o blisko 60%. W rezultacie, po upadku systemu z Bretton Woods, rosły zarówno ceny dóbr, jak i popyt firm na finansowanie dłużne. Wzrost zadłużenia (papiery dłużne oraz w mniejszym stopniu kredyty) i spadek cen akcji zwiększyły skokowo relację oprocentowanego długu do kapitałów własnych (*debt/equity*) [FRED, 2020] – współczynnik ten dochodził do 100% lub przekraczał niekiedy 100% (np. pod koniec 1974 r. czy w 1983 r.)[8]. Z jednej strony tańsze stało się zatem finansowanie kapitałem obcym, z drugiej zaś w warunkach inflacji – szczególnie tak wysokiej, jak w trakcie kryzysów naftowych – i związanych z nią niskich realnych stóp procentowych przetrzymywanie pieniądza było mało opłacalne, w związku z czym wzrósł ogólny popyt na inwestycje i usługi finansowe, przede wszystkim jednak na inwestycje w długi (ceny akcji spadały). Przy umiarkowanej inflacji tego typu zmiany nie są odczuwalne. Wzrastająca inflacja w latach 60. XX w. (z ok. 1,5% w 1960 r. do 6,2% w 1970 r.)

5 Piszą o tym szerzej Henryk Bąk i Małgorzata Korczyk w rozdziałach 2 i 3 niniejszej monografii.

6 Wzrost stóp procentowych, który mógłby przyciągnąć do USA kapitał z zagranicy, był na tyle łagodny, że zagraniczne władze monetarne i rynki dostosowały się i uniemożliwiały masowy odpływ środków do USA.

7 Wzrostowy trend cen akcji generuje popyt (w tym spekulacyjny) na akcje i zmniejsza koszt finansowania własnego (wewnętrznego).

8 Warto zwrócić uwagę na różne kształtowanie się relacji *debt/equity* w zależności od rodzaju firmy. Wspominane wyżej zmiany dotyczą niefinansowych spółek (korporacji). W przypadku małych przedsiębiorstw relacja *debt/equity* rosła od ok. 10% w 1951 r. do prawie 120% w 2008 r.

uświadomiła podmiotom gospodarczym (w tym indywidualnym) wszelkie wady tego stanu rzeczy. Wzrost inflacji po szokach naftowych z 1973 r. i 1979 r. (do kolejno 12% i 14,5%) przekonał wiele podmiotów do zmiany sposobu lokowania środków (m.in. na inwestowanie na giełdzie). Inflacja obniżała jednocześnie realne stopy procentowe, w związku z czym firmy chętnie finansowały działalność długiem. Presja inflacyjna powodowała wprawdzie podwyżki nominalnych stóp procentowych Fed, które nie przynosiły jednak żadnego skutku (nie były wiarygodne w rozumieniu Taylora [1993]). Skuteczne okazały się dopiero tzw. szoki Volckera.

W latach 1976–1978 (a więc jeszcze w trakcie trwania „wielkiej inflacji") zaczęła powstawać ustawa *The Full Employment and Balanced Growth*, modyfikująca *The Employment Act of 1946*, uchwalona w październiku 1978 r. [HHA, 1978]. Nowością był w niej zapis o dążeniu także do „rozsądnej stabilności cen"[9], podczas gdy wcześniej głównym celem polityki gospodarczej były wzrost gospodarczy i zatrudnienie. Jako że nowy cel został oficjalnie ustalony, w pewnych warunkach (np. negatywnego szoku podażowego) pojawiła się konieczność wypracowania kompromisu między inflacją a zatrudnieniem/produkcją. Spostrzeżenia te zapoczątkowały globalną zmianę strategii gospodarczej, opartej dotychczas przede wszystkim na polityce fiskalnej (szczególnie ekspansywnej). Nowa strategia, choć początkowo podkreślała większe znaczenie zatrudnienia, miała docelowo główną kontrolę i inicjatywę oddać władzom monetarnym (oficjalnie odwoływano się do konieczności koordynacji polityki i uzupełnienia jej o inne narzędzia), stawiając ostatecznie na pierwszym miejscu stabilizację cen, a marginalizując politykę fiskalną w funkcji stabilizatora koniunktury i katalizatora wzrostu.

W 1981 r. Rada Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej USA, której przewodniczył Paul Volcker, rozpoczęła proces skokowych podwyżek stóp procentowych Fed (*federal funds rate*) ze średniego poziomu 11,2% w 1979 r. do 20% w czerwcu 1981 r., co spowodowało wzrost rynkowych stóp procentowych (*prime rate*) do 21,5%. Skutkiem tych działań było pierwsze od dawna odwrócenie trendu inflacji. Doprowadziły one jednak do recesji, podczas której stopa bezrobocia wzrosła do ponad 10%. W długiej perspektywie średnia stopa inflacji w USA i na świecie obniżyła się [10].

---

9 „(...) Przejęcie odpowiedzialności rządu federalnego za wykorzystanie wszystkich wykonalnych programów i polityk w celu promowania pełnego zatrudnienia, produkcji i dochodu realnego, zrównoważonego wzrostu, odpowiedniego wzrostu wydajności, należytej dbałości o priorytety krajowe i rozsądnej stabilności cen (...)" [HHA, 1978, tłum. własne].

10 Według Reinhart [2015] udział krajów z wysoką inflacją (>10%) po szokach naftowych przekraczał 66%, po 1980 r. zaczął jednak spadać – i tak w 1989 r. wyniósł ok. 40%, w 2000 r. ok. 10% i w 2016 r. ok. 4%.

Szoki Volckera spowodowały, że realne stopy procentowe w USA (także długoterminowe) dzięki drastycznemu spadkowi inflacji okazały się bardzo atrakcyjne dla zagranicznych inwestorów. Napływ kapitału spekulacyjnego z zagranicy przyczynił się do wzrostu cen akcji, co doprowadziło jednak do powstania bańki na giełdzie i jej pęknięcia w 1987 r. Spowodowało to również aprecjację dolara oraz problemy z eksportem rodzimych towarów, a także pogorszenie bilansu handlowego i płatniczego. W 1982 r. stopy procentowe Fed zostały obniżone, by pobudzić gospodarkę, która wpadła w recesję, gdy gospodarka zaczęła się jednak odradzać, Fed ponownie podniósł stopy. Ostatnia podwyżka (tzw. drugi szok Volckera) została przeprowadzona w 1984 r. w celu zapobieżenia wzrostowi oczekiwań inflacyjnych.

Szoki Volckera miały wpływ na wiele krajów rozwiniętych, które zmuszone były podążać za polityką USA i wprowadzać w życie podobne posunięcia. Znacznie donioślejsze skutki miały jednak te szoki dla krajów rozwijających się, zadłużonych w dolarach, z których kilka musiało ogłosić niewypłacalność w związku ze skokowym wzrostem oprocentowania pożyczek.

Mimo szokowego wzrostu realnych i nominalnych stóp procentowych (oraz utrzymywania się ich powyżej oczekiwanych giełdowych stóp zwrotu) firmy nie zmieniły jeszcze przez dekadę struktury finansowania (*debt/equity*) – ich popyt na finansowanie kapitałem akcyjnym „oderwał się od zmian inflacji" [Reyes, 2016]. Przyczyn tego stanu rzeczy mogło być kilka: obfitość kredytu (płynność sektora bankowego), rosnący do ok. 1991 r., a następnie spadający poziom zadłużenia sektora przedsiębiorstw (względem PKB)[11], napływający kapitał, który wpłynął na wzrost cen akcji, ale wziął także udział w boomie operacji wykupu lewarowanego w latach 80., co ograniczyło obniżanie poziomu i udział finansowania dłużnego. Wyższe niż na lokatach realne stopy zwrotu (m.in. ze zmiany cen akcji, dywidendy) przyciągały w długim terminie kapitał krajowy i zagraniczny, skłonny finansować istniejące i nowe przedsięwzięcia, co podwyższało ceny akcji. Z drugiej strony – dług generował ryzyko dla firm, więc przedsiębiorstwa, chcąc pozbyć się ryzyka długu wygenerowanego w latach 70. i 80, zdecydowały się w latach 90. na zmniejszenie udziału finansowania dłużnego.

Kryzys okazał się znacznie bardziej dotkliwy dla krajów rozwijających się. Z jednej strony, szukały one płynności w celu sfinansowania odbudowy gospodarki czy opłacenia importu ropy, niezbędnej do funkcjonowania gospodarki. Z drugiej strony, eksporterzy ropy posiadali duże nadwyżki płynności, niemożliwe do ulokowania w kraju (m.in. ze względu na przestrzegany w krajach islamskich zakaz udzielania

[11] Dzięki „samonapędzającemu się" mechanizmowi procentu składanego, generującemu stały wzrost wykładniczy, wobec obarczonego większym ryzykiem i wahaniami, a także niższego ze względu na ograniczenia fizyczne produkcji, dochodu przedsiębiorstw gospodarki sfery realnej.

oprocentowanych pożyczek), przez co lokowali je w bankach zachodnich, które w obliczu napływu depozytów szukały z kolei kredytobiorców [Morawski, 2002, s. 198]. W rezultacie w latach 70. i 80. XX w. głównym problemem finansowym świata był międzynarodowy kryzys zadłużeniowy.

W 1985 r. w Hotelu Plaza w Nowym Jorku rządy państw ówczesnej G5 – Francji, dawnej RFN, Japonii, Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii – zawarły porozumienie (Plaza Accord), na mocy którego doszło do obniżenia kursu dolara względem wartości jena oraz marki niemieckiej, co przełożyło się także bezpośrednio na spadek REER, który trwał aż do „czarnego poniedziałku" – pęknięcia bańki finansowej w 1987 r. (a dalej – w długim terminie – do 1995 r.).

Rezerwa Federalna, chcąc pobudzić spowalniającą gospodarkę oraz wesprzeć realizację porozumienia, obniżyła stopy procentowe. Rynkowe realne długoterminowe stopy zaczęły spadać (aż do 2007 r.), tym razem jednak ze względu na spadek nominalnych stóp procentowych, a nie dzięki inflacji, która była obecnie pod kontrolą. Ceny w gospodarce stały się głównym celem polityki monetarnej i faktycznie władza (bank centralny – inaczej niż w poprzednim okresie, kiedy główne impulsy polityki gospodarczej były generowane w ramach polityki fiskalnej) przejęła kontrolę nad inflacją. Sektor bankowy doświadczał nadpłynności, a rynki finansowe nie przestawały rosnąć.

W latach 1983–1986 dzięki wciąż wysokim realnym stopom procentowym kapitał z zagranicy napływał nieprzerwanie do Stanów Zjednoczonych, nawet mimo wysokiego kursu USD. Po 1986 r., gdy stopy zaczęły spadać, obniżeniu uległ także realny kurs walutowy, dzięki czemu kapitał wciąż napływał. W rezultacie powstały bańki na giełdach, które pękły w 1987 r.

Po zakończeniu recesji spowodowanej szokami Volckera od połowy lat 80. w wielu krajach, głównie rozwiniętych, zmiany makroekonomiczne ustabilizowały się. Zmniejszyły się wahania inflacji, PKB, a także zatrudnienia [Qian, 2010; Bernanke, 2012]. Okres ten został nazwany przez niektórych „wielkim umiarkowaniem" albo „wielkim uspokojeniem" (*Great Moderation*).

Zmiana charakteru i polityki (celu) instytucji z Bretton Woods po upadku tego systemu przyczyniła do rozwoju rynków finansowych dzięki promowaniu stabilnej inflacji i zasady fiskalnej dyscypliny. Strategia ta sprawiła, że wiele krajów tzw. zachodniego bloku odnotowywało systematycznie względnie niski i spowalniający wzrost gospodarczy. Ich rynki finansowe wahały się, przybierając, oprócz wcześniej dominującej perspektywy długo- i średnioterminowej, także perspektywę krótkoterminową i szukając alternatywy dla stabilnego, taniego, oficjalnego pieniądza.

Wobec ograniczonych możliwości inwestycji w sektorze realnym oraz niższych stóp zwrotu związanych z mniejszymi wahaniami produkcji i dochodów rynki finansowe aktywnie poszukujące wysokich zwrotów, oprócz generowania innowacyjnych produktów i usług finansowych, oczekiwały zwrotów także w wybranych obszarach gospodarki realnej. Ceny kształtowały się według mechanizmów rynkowych, odzwierciedlając z jednej strony produkcyjne zapotrzebowanie na przedmioty transakcji, z drugiej zaś realne koszty produkcji. Do obszarów tych należą m.in. surowce oraz innowacyjne sektory gospodarki (informatyka, cybernetyka, inżynieria materiałowa, biotechnologie, a w ostatnich latach *fintech*, *shadow banking*). Ich wspólną cechą jest możliwość silniejszej niż przeciętnie spekulacji na wartości produktów, które oferują. Procesy te zostały określone mianem finansjeryzacji zasobów, która polega na tym, że cena zasobów nie zależy wyłącznie od realnego popytu i podaży, ale od sfery finansowej (kapitału spekulacyjnego), np. istnienia nadpłynności i poszukiwania kierunków ich lokowania, apetytu na ryzyko, zachowania inwestorów instytucjonalnych inwestujących w zasoby, przez co przepływy surowców i walut „wyglądają jak gra" [Luo, 2017]. W rezultacie „sfinansjeryzowane" zasoby odznaczają się na rynku podobnymi właściwościami jak instrumenty finansowe. Rynki finansowe, wchodząc w te obszary, zwiększają ich niestabilność. Jednym z takich rynków na początku XX w. był rynek usług i spółek internetowych, a 7 lat później – rynek nieruchomości.

13.3. Megaimpulsy

Kluczowy dla wzrostu sfery finansowej jest fakt, że odbywał się on poprzez kreację pieniądza *ex nihilo* [Werner, 2014; McLeay, Radia, Thomas, 2014] i wynikał bezpośrednio z popytu na pieniądz, a pośrednio m.in. z potrzeb inwestycyjnych gospodarki. Wzrost tej sfery dawał instytucjom kredytowym uprzywilejowaną pozycję w systemie finansowym. Dzięki ich wzajemnym powiązaniom oraz powiązaniom między nimi a podmiotami gospodarki realnej (poprzez dostarczanie płynności i utrzymywanie depozytów) były one instytucjami ważnymi systemowo („za dużymi by upaść"), a zatem wymagającymi interwencji publicznej. Cechy te stały się przyczyną pojawienia się wielu ruchów na rzecz „uwolnienia" pieniądza, np. spod kontroli banków (zarówno centralnych, jak i komercyjnych)[12], oraz

[12] Należy do nich np. organizacja Positive Money działająca w Wielkiej Brytanii, która krytykuje system rezerw cząstkowych oraz postuluje wprowadzenie reform (http://positivemoney.org). W Polsce są to osoby i ruchy propagujące idee „demokracji finansowej". Przykładem może być także wiele systemów walut lokalnych (komplementarnych) na świecie – choć idee alternatywnych rozwiązań

mogły być wyzwalaczem rewolucji antysystemowych. To w warunkach pojawienia się pieniądza czysto kredytowego (po upadku systemu z Bretton Woods), który jest w istocie informacją, technologie komunikacyjne i informacyjne (ICT) niezwykle obniżyły koszty transakcji i ułatwiły (jeśli wręcz nie umożliwiły) rozwój na dużą skalę[13] i w szybkim tempie sfery finansowej: pośredników płatności, sfery *shadow-banking*[14], sektora *fintech*, finansowej części sfery *sharing economy*[15] (w tym walut alternatywnych, szczególnie kryptowalut), a także zwiększyły mobilność kapitału, szczególnie międzynarodową, oraz ograniczyły znaczenie tradycyjnej funkcji pieniądza jako środka przechowywania wartości (tezauryzacji).

Rosnąca po upadku systemu z Bretton Woods płynność sektora finansowego, którą menedżerowie banków chcieli zagospodarować, trafiała, po zabezpieczeniu części zgodnie z regulacjami, m.in. na rynki finansowe, co z kolei wyjaśnia niektóre aspekty ich wzrostu. Szukanie zwrotów na rynkach finansowych miało tym większe znaczenie, że w okresie następującym po szokach Volckera nominalne stopy procentowe uległy zmniejszeniu, a obecnie ograniczenia dotyczące oprocentowania pożyczek są często obchodzone przez konkurencyjne „sektory" shadow bankingu. Zjawisko to prowadzi do tego, co Michael Hudson [Schaefer, 2003] określił „cofnięciem się do przedindustrialnej lichwy i gospodarki rentierskiej europejskiego feudalizmu". Bez możliwości nieograniczanego wzrostem gospodarczym ani wydobyciem kruszcu generowania pieniądza, ani bez transferu (przejmowania) części kapitału do sektora bankowego dzięki mechanizmowi oprocentowania finansjeryzacja nie miałaby „paliwa" do rozwoju.

Szoki Volckera i zmiana ukierunkowania polityki gospodarczej z dbania w pierwszej kolejności o zatrudnienie na dbanie o stabilizację cen przyczyniły się do faktycznego obniżenia inflacji, zmniejszenia wahań (a zatem i ryzyka) sfery realnej (ustabilizowały wzrost PKB kosztem jego przeciętnego tempa) w Stanach Zjednoczonych oraz w innych krajach uzależnionych od nich pod względem gospodarczym oraz w zakresie polityki gospodarczej (przede wszystkim monetarnej). W rezultacie

---

w systemie finansowym są stare, niektóre z nich nie zaistniały jednak nigdy na większą skalę (np. waluta oprocentowana ujemnie według idei Silvio Gessela). Rozwinęły się także globalne ruchy anarchistyczne i ruchy kryptopunkowe.

13 Bank Rezerwy Federalnej korzystał od 1915 r. z elektronicznego (nie należy mylić systemów elektronicznych z cyfrowymi) systemu przesyłania danych, przy czym do ok. 1970 r. był to system oparty głównie na telegrafie. System SWIFT, wykorzystywany dziś powszechnie na świecie, został utworzony w Brukseli w 1973 r.

14 Inaczej „bankowość cienia", „szara bankowość" lub „równoległy system bankowy" – obszar działalności, który obejmuje pośrednictwo kredytowe (podmioty i czynności) znajdujące się poza regulowanym systemem bankowym.

15 Jest to obszar działalności ukierunkowanej na modele biznesowe umożliwiające współdzielenie zasobów przy wykorzystaniu specjalnie przygotowanych organizacyjnie i technicznie platform rynkowych.

doszło do powstania zjawiska tzw. stagnacji sekularnej, wielkiego umiarkowania czy finansjeryzacji. Racjonalną odpowiedzią na to było poszukiwanie i rozwijanie krótkoterminowych sposobów zabezpieczania się przed ryzykiem (nowe instrumenty i mechanizmy finansowe) oraz zwiększania płynności mało płynnych aktywów (w tym przez przyspieszenie transferów kapitału). Powstanie społeczeństwa ryzyka było katalizowane przez rozwój ICT, który generował nowe rodzaje ryzyka systemowego związane z coraz bardziej ułatwionymi spekulacjami i sterowaniem rynkami, a w ostatnich latach również ryzyko związane z automatyzacją indywidualnych procesów inwestycyjnych dzięki wykorzystaniu algorytmów. Po upadku systemu z Bretton Woods, a szczególnie po szokach Volckera, realne koszty finansowania dłużnego skokowo wzrosły, co wpłynęło – z kilkuletnim opóźnieniem – na zwiększone zainteresowanie innymi sposobami finansowania.

Rentierzy (banki, inwestorzy) dysponowali dużą płynnością pochodzącą początkowo od osób indywidualnych oraz dolarami pozyskanymi przez eksporterów ropy (tzw. petrodolary). W warunkach rynków kapitałowych obiecujących stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE) wyższe niż oprocentowanie bezpiecznych instrumentów, wzrósł także popyt na lokowanie i inwestowanie wolnych środków wraz z towarzyszącą mu presją na deregulację sektora finansowego. Proces wcielania w życie tych motywacji i możliwości był katalizowany przez rozwój wspomnianej technologii ICT, kryptografii i innowacji, które były nierzadko odpowiedzią na potrzeby samej finansjeryzacji i umożliwiały szybki globalny transfer środków – zwiększając jednocześnie płynność rynków, głównie finansowych (walut, akcji, derywatów), które są obecnie zdematerializowane, a obrót nimi opiera się na przesyłaniu informacji (decyzji inwestycyjnych, danych o zmianach cen).

W ramach procesów finansjeryzacji sprzed 2007 r. wystąpiło kilka zjawisk, które można traktować jako megaimpulsy[16] monetarne (lub finansowe) i ogólnogospodarcze. Były to zarówno ilościowe, jak i strukturalne szybkie zmiany właściwości czy parametrów gospodarki o charakterze trwałym i długoterminowym, uruchamiające mechanizm transmisji do struktury gospodarki [Adamska, Sobiecki, Główka, 2018], takie jak:

- wzrost roli sektora bankowego dzięki mechanizmowi zadłużenia według procentu składanego i wysokim stopom procentowym, jakie pojawiły się

[16] Impuls to przeważnie zmiana o charakterze skokowym, nagłym. W tym przypadku, nawiązując do zagadnienia impulsów w polityce monetarnej, megaimpulsy w kontekście długoterminowych zmian należy potraktować jako względnie szybką zmianę pewnych właściwości gospodarki, np. po wystąpieniu zmian szokowych, przy czym dla gospodarki zmianą skokową, tj. impulsem, będzie zmiana krótkoterminowej stopy procentowej banku centralnego, a zmianą szokową – np. zmiana rodzaju polityki monetarnej czy szok naftowy. Szoki te mogą generować megaimpulsy, powodujące względnie szybkie obniżenie się przeciętnego poziomu krótkoterminowych stóp procentowych.

bezpośrednio po szokach Volckera (co zwiększyło znacznie płynność sektora i jego udział w gospodarce);
- wzrost roli rynków kapitałowych, szybszy niż w przypadku sektora bankowego;
- stabilna, niska inflacja;
- kluczowa rola polityki monetarnej w polityce gospodarczej;
- stopy procentowe będące głównym narzędziem polityki monetarnej;
- globalny spadek rynkowych nominalnych (oraz dzięki stabilnej inflacji – realnych) stóp procentowych, stanowiący podstawowy megaimpuls monetarny;
- zmniejszenie przeciętnego tempa wzrostu realnego PKB (a zatem i realnych dochodów wszystkich sektorów, w tym finansowego, który najaktywniej poszukuje renty);
- ustabilizowanie się realnego wzrostu PKB globalnej gospodarki, przekładające się na mniejszą częstotliwość i długość występowania kryzysów ogólnogospodarczych;
- ustabilizowanie się poziomu zatrudnienia;
- rozwój technologii ICT, kryptografii, Internetu, urządzeń mobilnych i wykorzystujących je innowacyjnych usług finansowych (karty płatnicze, płatności mobilne, mobilna bankowość, błyskawiczne przelewy, przelewy międzynarodowe, tanie przewalutowania; *trading* na rynkach finansowych dostępny dla każdego);
- wzrost znaczenia sektora finansowego w tworzeniu PKB i zatrudnieniu;
- wejście spekulacyjnego kapitału na rynki dóbr realnych, prowadzące do tzw. finansjeryzacji zasobów;
- zwiększenie wahań na rynkach finansowych i częstotliwości (w porównaniu z okresem funkcjonowania systemu z Bretoon Woods) kryzysów finansowych.

13.4. Powstanie bitcoina i branży DeFi

Finansjeryzacja rynku nieruchomości przed 2007 r. stała się istotną przyczyną rozchwiania rynku nieruchomości, co przełożyło się także na globalną gospodarkę realną. To oraz reakcja władz monetarnych na kryzys finansowy z 2007 r. (szczególnie luzowanie ilościowe, QE) spowodowały globalne negatywne społeczne postrzeganie systemowych zmian w sferze pieniądza:
- roli i przewagi instytucji finansowych, których dochody przekraczają tempo rozwoju gospodarki realnej;
- wpływu kapitału pieniężnego na gospodarkę (rozchwianie względnie stabilnej realnej gospodarki przez finansjeryzację zasobów);

- kryzys wywołany przez sektor finansowy (bankowy) w warunkach dużej swobody instytucjonalnej i ciągłego poszukiwania renty przy niskich realnych zwrotach z tradycyjnych finansów;
- konieczność zastosowania niestandardowej polityki monetarnej;
- efekt Cantillona – sektor finansowy jest pierwszym odbiorcą nowej płynności, w tym tej, która wynika z oddziaływania mechanizmu transmisji impulsów polityki monetarnej [Sieroń, 2017].

W 2009 r. pojawiło się nowe masowe zjawisko: kryptowaluty, które połączyły wiele istniejących wcześniej innowacji technologicznych[17] w jedno spójne rozwiązanie. Bitcoin, pierwsza kryptowaluta wykorzystująca kompleksowo technologię *blockchain*, która miała w zamierzeniu zastąpić systemy płatności oparte na zaufaniu – jest systemem opartym na kryptograficznym dowodzie, łączącym bezpośrednio zainteresowane podmioty bez udziału „trzeciej strony" [Nakamoto, 2008]. W rezultacie tej rewolucji powstało tysiące kryptowalut (kryptoaktywów) zdolnych do przenoszenia wartości szybko i w wielu przypadkach tanio, a sama technologia została rozwinięta i umożliwiła implementację systemu transakcji nowej generacji, czyli inteligentnych kontraktów, rozszerzających funkcjonalność pieniądza, a także zdecentralizowanych aplikacji, które stały się budulcem zdecentralizowanych usług finansowych (DeFi) [Sobiecki, 2021]. DeFi to nowa branża obejmująca usługi finansowe, świadczone automatycznie w wirtualnych sieciach *peer-to-peer* (P2P, „równy z równym") z wysoce zdecentralizowaną kontrolą, które nie wymagają odgórnie przyznawanego zezwolenia na korzystanie z usługi jako prosument lub tworzenie infrastruktury usługowej, która wykorzystuje technologię *blockchain* w procesach świadczenia usług, generowania kryptoaktywów, obsługi jednostek rozliczeniowych (w tym stablecoinów, tokenów, *e-money* itp.), rozliczeń i rozrachunków, identyfikacji i uwierzytelnienia użytkowników oraz koordynacji świadczenia usług.

Idee przemawiające za powstaniem Bitcoina miały w pewnej mierze charakter antysystemowy – odwoływały się do idei kryptopunków: chęci zachowania anonimowości, prywatności i wolności w relacjach biznesowych. Przy czym za atak na wolność relacji biznesowych (np. płatności) było postrzegane pośrednictwo finansowe i konieczność zaufania bankom (zarówno komercyjnym, jak i central-

17 Można przyjąć, że kryptowaluty są pewnym zwieńczeniem rozwoju: elementarnych technik i koncepcji kryptograficznych (m.in. *hash*, drzewa Merklego, mechanizm dowodów pracy, kryptografia asymetryczna, podpisy cyfrowe), rozproszonych technologii sieciowych (np. *torrent*, synchronizacja systemów zdecentralizowanych), systemów zabezpieczania komunikacji w Internecie (SSL), potencjału sprzętowego i jego dostępności (moc obliczeniowa, pojemność dysków twardych, przepustowość łączy internetowych), idei kryptopunkowych (wolność, prywatność komunikacji i relacji *online*, także w biznesie) oraz koncepcji pieniądza cyfrowego (szczególnie cyfrowej gotówki).

nym) oraz innych instytucji finansowych (izb rozrachunkowych). Jak pisał Satoshi Nakamoto [2009, tłum. własne]:

> Głównym problemem związanym z konwencjonalną walutą jest zaufanie, które jest wymagane, aby ten system działał. Bankowi centralnemu należy ufać, że nie będzie deprecjonował waluty, ale historia fiducjarnych walut jest pełna naruszeń tego zaufania. Musimy mieć do banków zaufanie, aby powierzyć im nasze pieniądze i przekazywać je drogą elektroniczną, ale banki pożyczają je w falach baniek kredytowych z zaledwie ułamkiem rezerwy. Musimy im zawierzyć naszą prywatność, ufać, że nie pozwolą złodziejom tożsamości wyczyścić naszych kont. Ich ogromne koszty ogólne uniemożliwiają dokonywanie mikropłatności.

Sam bitcoin rozwiązuje głównie problemy praktyczne, związane z funkcjonalnymi brakami w usługach płatności i współczesnym pieniądzu (koszty i szybkość płatności, bezpieczeństwo przechowania i transferu, nieodwracalność transakcji, brak elektronicznego odpowiednika gotówki, transfery międzynarodowe, transfery wysokokwotowe)[18]. Wydaje się zatem, że powstanie bitcoina było bezpośrednio spowodowane nie fundamentalnymi problemami systemowymi, lecz dążeniem do realizacji idei wolnościowych oraz pewnym pragmatyzmem. Kryzys finansowy z 2007 r., który stanowił pewną konsekwencję zmian finansjeryzacyjnych i fundamentalnych przeobrażeń systemowych globalnej gospodarki, nie był zapewne jedynym ani głównym czynnikiem stworzenia i uruchomienia bitcoina jako niszowego rozwiązania dostępnego dla wąskiego grona środowisk antysystemowych, w szczególności kryptopunkowych, choć nie sposób oprzeć się wrażeniu, że stał się jego wyzwalaczem. Z czasem doniosłość tego rozwiązania (oparta w szczególności na osadzeniu usług finansowych w zdecentralizowanym środowisku oraz na powstaniu nowej klasy dóbr – tokenów, które mimo powstawania w cyfrowym środowisku mogą charakteryzować się bezwzględną rzadkością[19]) została jednak dostrzeżona – paradoksalnie – przez rynki finansowe. I równie paradoksalnie rynki te nadały wartość wcześniej bezwartościowym (niewymienianym na rynkach) jednostkom kryptowaluty bitcoin i innym kryptoaktywom oraz przyczyniły się do rozwoju zdecentralizowanych finansów.

---

18 Warto pamiętać, że w pierwszej kolejności stanowił on rozwiązanie dotyczące trwałego przechowywania rejestru danych transakcyjnych w otwartym, publicznie dostępnym, zdecentralizowanym środowisku (niekontrolowanym centralnie), co umożliwiło bezwzględne ograniczenie liczby jednostek (tokenów) obsługiwanych w tym rejestrze i stało się wyrazem konsensusu (zgody co do założeń) podmiotów utrzymujących wspólnie infrastrukturę systemu. Potencjał związany z przesyłaniem różnych wartości w postaci tokenów, w tym kryptowalut, pojawił się, gdy jednostki te zyskały wartość wymienną na rynkach.

19 Por. poprzedni przypis.

13.5. Transmisja megaimpulsów

Transmisja impulsów monetarnych po upadku systemu z Bretton Woods, który to proces spowodował nadanie nowym usługom i aktywom rynkowej wartości i pojawienie się nowego sektora gospodarczego – DeFi, mogła przebiegać wieloma kanałami. Wydaje się, że szczególnie istotny (ze względu na analogię do tradycyjnych kanałów transmisji monetarnej) był w tym przypadku jeden z wymienionych wcześniej kanałów [Chmielewski i in., 2018] – kanał podejmowania ryzyka, gdzie zmiany stóp procentowych wpływają na percepcję i tolerancję ryzyka. Globalna długoterminowa obniżka realnych stóp procentowych w warunkach procesów finansjeryzacji[20] oraz pojawienie się rozwiązania, przekazanego do domeny publicznej, które dostarcza nowej klasy aktywów (tokeny) oraz realnych użyteczności, przełożyły się na wciąż rosnące zainteresowanie tym narzędziem ze strony rynków kapitałowych, mimo coraz lepiej rozumianego ryzyka związanego z projektami DeFi i kryptoaktywami. Samo obniżenie się przeciętnych stóp procentowych nie musi zmieniać zaangażowania popytu inwestycyjnego, jeśli uwzględni się dodatkowe ryzyko alternatywnych inwestycji, które w przypadku projektów DeFi czy samych kryptowalut jest wysokie lub trudne do oszacowania. Fakt, iż zaangażowanie kapitału na tych rynkach rośnie (podczas gdy stopy procentowe pozostają na niskim poziomie, a ryzyko związane z realizacją projektów DeFi i stosowaniem kryptowalut, jeśli jest eliminowane, to bardzo powoli, przy jednoczesnym zachowaniu atrakcyjnej rentowności inwestycji), oznacza, że obniżka stóp procentowych mogła podnieść apetyt na ryzyko w warunkach wyczerpania się innych możliwości inwestycyjnych, szczególnie tych bezpiecznych. Alternatywnie można interpretować skierowanie globalnego kapitału spekulacyjnego w stronę kryptoaktywów jako poszukiwanie renty przy niepełnej świadomości ryzyka wynikającego z trudności w zakresie ich rzetelnego szacowania, a jednocześnie prawidłowej wyceny tych aktywów i oceny zyskowności projektów. Dotychczasowe metody wyceny aktywów nie zawsze sprawdzały się bowiem w przypadku kryptoaktywów i tokenów powiązanych z projektami DeFi. Przeszkodą w rozwoju branży jest m.in. brak inkorporowania praw własności czy innych praw na użytek posiadaczy tokenów, niemożność elastycznego zaimplementowania wybranych użyteczności obejmujących różne prawa i mechanizmy w ramach standardu „tokena" oraz brak odgórnych ram instytucjonalnych czy

[20] Tj. w warunkach stabilnego, ale umiarkowanie wysokiego wzrostu PKB, umiarkowanie wysokich zysków z inwestycji realnych (dochodów), wysokiej płynności na rynkach finansowych oraz wyczerpywania się możliwości dokonywania „finansjeryzacji zasobów" na znanych rynkach.

powszechnie obowiązujących standardów. Jednocześnie sfera kryptoaktywów, a także zdecentralizowanych finansów jest nie w pełni uregulowana – w szczególności brakuje narzędzi ochrony konsumentów i konkurencji.

Przeprowadzona analiza wskazuje jednocześnie, iż pozostałe kanały nie miały istotnego znaczenia w rozwoju kryptoaktywów i branży DeFi. Należą do nich:

- kanał stopy procentowej – poprzez ten kanał niskie stopy procentowe generują nowy popyt inwestycyjny, dzięki któremu istniejące firmy pozyskują nowy kapitał (korzystają z niskiego kosztu kapitału) na rozwój mocy produkcyjnych i generowanie innowacji, a nowe firmy rozwijają kolejne produkty i usługi, tworząc nowe rynki; jest to jednak kanał typowo bankowy, a projekty DeFi wyjątkowo rzadko finansują się na rynku bankowym; głównym źródłem finansowania ich rozwoju są rynki kapitałowe – przede wszystkim inwestycje prywatne, coraz częściej w postaci *private equity*;
- kanał kursu walutowego (oddziaływanie polityki pieniężnej poprzez kurs walutowy na inflację, a w rezultacie na konkurencyjność eksportową i import) – ze względu na globalny charakter branży DeFi kursy walutowe między gospodarkami nie mają istotnego znaczenia z perspektywy jej długoterminowego rozwoju;
- kanał cen aktywów – spadek stóp procentowych (jako realizacja polityki monetarnej) przekłada się, z powodu polepszenia koniunktury i wzrostu zysków przedsiębiorstw oraz dywidend, na wzrost cen akcji i wskaźnika *q* Tobina; tym samym w celu zakupu danej ilości dóbr inwestycyjnych przedsiębiorstwa nie muszą emitować więcej akcji, co pozwala uniknąć zmniejszenia udziału dotychczasowych akcjonariuszy w kapitale akcyjnym firmy; w efekcie dotychczasowi właściciele są skłonni do wyrażenia zgody na nowe emisje, a zwiększenie dopływu nowych środków do firm powoduje, że inwestycje rosną; projekty DeFi nie finansują się kapitałem akcyjnym; w trakcie dotychczasowego rozwoju ekosystemu blockchaina duże znaczenie miało finansowanie w formie ICO (*initial coin offering*), które w dzisiejszym rozumieniu oznacza pozyskanie środków (najczęściej w uznanej kryptowalucie) poprzez zbiórkę publiczną, przy jednoczesnej emisji tokenów[21]; trudno obecnie ocenić bez odrębnych

[21] Współcześnie emitowane są kryptoaktywa o charakterze przeważnie użytkowym, niedające swoim posiadaczom praw własności. Ich rynkowa wartość jest związana z faktycznym rozwojem projektu, którego użyteczność obejmuje np. prawo do regulacji parametrów usługi czy korzyści (wypłaty) uzależnione od jej funkcjonowania. Teoretycznie w przypadku tokenów zarządczych – dających prawa do podejmowania decyzji, które są automatycznie wdrażane przez usługę DeFi, wzrost liczby tokenów zmniejsza procentową siłę głosów dotychczasowych posiadaczy. Po pierwsze jednak, jeśli istnieje (został zaimplementowany w kodzie) mechanizm zmian podaży tokenów zarządczych, np. jako „kara" za zarządzanie nierealizujące ogólnych założeń usługi (np. stabilizacji kursu wymiany tokenów emitowanych w ramach usług, jak np. w projekcie Maker DAO), to jest to proces realizowany automatycznie, a posiadacze tokenów nie podejmują przeważnie decyzji o dodatkowych emisjach

badań, czy spadek rynkowych stóp procentowych na rynku bankowym przekłada się na wzrost wartości rynkowej kryptowalut, czy też tokenów, powiązanych z projektami DeFi; jednocześnie schemat finansowania tego typu projektów obejmuje przeważnie z góry przewidzianą wartość, zapewniającą całościowy rozwój projektu; są to najczęściej projekty we wczesnej fazie rozwoju, które rzadko realizują politykę związaną z emisją dodatkowych rund finansowania; co więcej, emisja nie rozrzedza własności, jako że tokeny nie inkorporują takich praw; warto także zauważyć, że istnieją projekty (jak np. bitcoin) nierealizujące żadnego procesu „finansowania" rozwoju, które zostały przekazane do domeny publicznej w całości;

- kanał kredytowy działa z powodu niedoskonałości mechanizmów rynkowych, takich jak asymetria informacji czy segmentacja; spadek bankowych stóp procentowych powoduje wzrost majątku netto podmiotów gospodarczych, zwiększając ich wiarygodność i zmniejszając premię finansowania zewnętrznego; kanał ten służy przede wszystkim pozyskaniu kapitału wymagającego określenia wiarygodności kredytowej – czyli głównie finansowania kredytem bankowym, co w znikomym stopniu dotyczy sektora DeFi;
- kanał redystrybucji w ogólnym ujęciu zakłada, że spadek stóp procentowych poprzez wpływ na wzrost inflacji poprawia realną wartość majątku kredytobiorców (pozyskujących kapitał), pogarszając jednocześnie sytuację kredytodawców (użyczających kapitał); zmiana stóp procentowych w tym kanale wpływa na realną wartość majątku poprawiającą ogólną sytuację ekonomiczną podmiotów, które wzięły kredyt (według rynkowych stóp), co może pośrednio zachęcać je do dalszego zadłużania się; projekty DeFi nie finansują się jednak z wykorzystaniem długu, dlatego mechanizm ten nie funkcjonuje;
- kanał kosztowy działa, jeżeli wzrost kosztów finansowania kapitału obrotowego po podwyżce stóp procentowych jest przenoszony na ceny; na rynkach DeFi istnieją zależności między cenami usług (kosztami transakcji) a kosztami finansowania kapitału, nie są one jednak częścią ogólnogospodarczych zjawisk inflacyjnych; ponadto, jak zauważono wcześniej, model finansowania

(choć jest też możliwe, by taki mechanizm zaimplementować). Po drugie, nie ma instytucji prawnych, które określałyby odgórnie uprawnienia wynikające z dostępu do tego jednego rodzaju tokenów (zarządczych), nie ma zatem żadnych podstaw, by sądzić, że wszyscy posiadacze tokenów zarządczych podejmują decyzje o podaży tych tokenów. Po trzecie zaś w omawianym kanale kluczowe jest, aby tokeny dające prawo do podejmowania decyzji o zwiększeniu podaży oznaczały jednocześnie zmianę finansowania (emisja akcji to dodatkowe finansowanie projektu). W projektach DeFi nie ma takiego powiązania. Zmiana podaży tokenów (także spadek ich podaży, nazywany „paleniem") wynika z innych przesłanek, pojawia się przeważnie automatycznie i służy realizacji innych celów (zakłada np. manipulację rynkowym kursem tokenów zarządczych).

projektów kryptowalutowych i DeFi jest zupełnie inny – przeważnie nie występują tu koszty kapitałowe.

Analizując megaimpulsy niezwiązane bezpośrednio z trwałą zmianą przeciętnego poziomu krótkoterminowych realnych stóp procentowych, można zauważyć dodatkowe kanały transmisji, których skutkiem jest powstanie nowej branży (DeFi):

- kluczowa rola polityki monetarnej w polityce gospodarczej i związane z tym narzędzie (stopy procentowe) przyczyniły się do powstania innych megaimpulsów (wzrostu znaczenia sektora bankowego i finansowego oraz stabilnej, niskiej inflacji);
- wzrost roli sektora bankowego, finansowego i rynków kapitałowych w gospodarce spowodował wzmocnienie tendencji antysystemowych (libertariańskich, anarchistycznych, antykapitalistycznych) w środowiskach alternatywnych, w tym w środowisku programistów (kryptopunków), skłaniających do stworzenia technologicznego rozwiązania finansowego, które te sektory omija;
- stabilna, niska inflacja – przyczyniła się do trwałego spadku realnych krótkoterminowych stóp procentowych, a także ustabilizowania warunków sprzyjających rozwojowi gospodarczemu;
- zmniejszenie przeciętnego tempa wzrostu realnego PKB (i realnych dochodów wszystkich sektorów) oraz ustabilizowanie się realnego wzrostu PKB globalnej gospodarki ograniczyły częstotliwość i długość występowania kryzysów ogólnogospodarczych;
- wzrost zadłużenia gospodarek (względem PKB), w szczególności w sektorze finansowym, wzmógł zainteresowanie metodami pozyskiwania nowego kapitału zewnętrznego, który nie ma charakteru dłużnego – w ramach procesu ICO nie są generowane papiery wartościowe (ani dłużne, ani inkorporujące prawa majątkowe);
- rozwój technologii ICT, kryptografii, Internetu, urządzeń mobilnych i wykorzystujących je innowacyjnych usług finansowych (karty płatnicze, płatności mobilne, mobilna bankowość, błyskawiczne przelewy, przelewy międzynarodowe, tanie przewalutowania, handel na rynkach finansowych dostępny dla każdego) przygotował grunt technologiczny (infrastruktura sieciowa, technologie i urządzenia do przetwarzania danych – procesory, urządzenia przechowywania danych) pod budowę i rozwój innowacyjnego rozwiązania sieciowego (blockchaina) i opartych na nim usług.

13.6. Zakończenie

Finansjeryzacja rynku nieruchomości przed 2007 r. oraz reakcja władz monetarnych na kryzys z 2007 r. przełożyły się na globalne negatywne społeczne postrzeganie systemowych zmian w sferze pieniądza. Jednocześnie zadziałał główny mechanizm transmisji megaimpulsu związanego z luzowaniem warunków monetarnych – spadkiem kosztu kapitału i realnych dochodów z kapitału – kanał podejmowania ryzyka. Globalna długoterminowa obniżka realnych stóp procentowych zwiększyła zainteresowanie rynków kapitałowych branżą DeFi mimo istotnego ryzyka związanego z tym obszarem. Oznacza to, że obniżka stóp procentowych mogła podnieść apetyt na ryzyko w warunkach wyczerpania się innych możliwości inwestycyjnych. W celu dokonania pełnej oceny funkcjonowania tego mechanizmu potrzebne są jednak dalsze badania, szczególnie komparatystyczne, odnoszące się do różnych rodzajów ryzyka związanego z podejmowaniem inwestycji w obszarze DeFi.

Glosariusz

Poniższy glosariusz jest próbą usystematyzowania pojęć związanych z ekosystemem blockchaina (rynkami kryptoaktywów, branżą DeFi, technologią *blockchain*).

Od pojawienia się w 2009 r. Bitcoina ekosystem obejmujący kryptowaluty i projekty wykorzystujące technologię *blockchain* (DLT) rozrasta się na gruncie technologii w obszarach: rynkowym, biznesowym, regulacyjnym, organizacyjnym, socjologicznym. Pojawiło się wobec tego wiele nowych pojęć, nieistniejących wcześniej lub zaadoptowanych do nowej rzeczywistości (nowej branży, nowych produktów, rynków, zjawisk). Obecnie obszarem gospodarki związanym z blockchainem interesuje się coraz więcej podmiotów o zróżnicowanej wiedzy dotyczącej mechanizmów funkcjonowania i historii zmian tego ekosystemu. Pojęcia te nie zawsze są ze sobą spójne i funkcjonują równolegle w różnych środowiskach i w różnych znaczeniach. Dodatkowo nomenklatura mająca za zadanie umożliwić komunikację między podmiotami z branży kryptoaktywów, obejmująca pojęcia opisujące bardzo złożone niekiedy mechanizmy, zmienia się.

Określenia i terminy, które pojawiają się wraz z rozwojem ekosystemu, nie zawsze wpisują się we wcześniejszą siatkę pojęciową. Także instytucje publikujące raporty służące „porządkowaniu" i przybliżaniu szerszej społeczności informacji na temat tego specyficznego obszaru oraz regulatorzy, autorzy nowych regulacji, wprowadzają uproszczenia lub definicje niespójne z faktycznie funkcjonującymi

w branży kategoriami. Przykładowo UKNF utożsamia ze sobą trzy pojęcia: tokeny płatnicze, kryptowaluty i waluty wirtualne[22]. W definicjach ustalonych już pojęć wprowadzane są specyficzne modyfikacje, które nie były wcześniej uznawane za wyróżnik danej klasy, takie jak np. autonomia emisji – istnienie podmiotu, który decyduje o emisji, ma odróżniać tokeny od nie-tokenów w rozporządzeniu MiCa [Komisja Europejska, 2020]. Autorzy rozporządzenia niejako „przywłaszczają" pojęcia kryptoaktywów i tokenów, tak by odpowiadały potrzebom regulatorów, co jednocześnie ogranicza ich zakres i powoduje, iż część aktywów dotychczas przypisanych do określonej klasy (np. „stabilnych kryptowalut") może zostać prawnie z niej wyeliminowana (np. algorytmiczne stablecoiny, które nie są zabezpieczone pieniądzem oficjalnym). Jednocześnie regulatorzy twierdzą, iż definicja kryptoaktywów powinna odpowiadać definicji wirtualnych aktywów. Podobnie w dokumentach publikowanych przez BIS pojęcia kryptoaktywów i kryptowalut są używane zamiennie [Kosse, Mattei, 2022].

Wymienione niżej hasła przedstawiono w kolejności (mniej więcej) od najogólniejszego do najbardziej szczegółowego.

Cyfrowe aktywo (*digital asset*) – (prywatne) aktywo, które istnieje tylko w formie cyfrowej albo stanowi cyfrową reprezentację (cyfrowe odzwierciedlenie) innego zasobu.

Kryptoaktywo/kryptozasób (*cryptoasset*) – cyfrowe aktywo przyjmujące formę opisu (np. liczba jednostek lub lista ściśle określonych liczbowo lub opisowo cech) w rejestrze, które może być zapisane, generowane, przechowywane lub przenoszone oraz przetwarzane automatycznie w zdecentralizowanym architektonicznie systemie (np. opartym na technologii blockchain), na którym rejestr ten jest osadzony. W systemie tym wykorzystuje się kryptografię m.in. do zapewnienia bezpieczeństwa systemu (uwierzytelniania użytkowników), identyfikacji użytkowników, spójności wewnętrznej i zewnętrznej oraz trwałości zapisu. Kryptoaktywa, dzięki zastosowaniu technologii *blockchain* (DLT), mogą odznaczać się cechą występującą wcześniej w świecie fizycznym – bezwzględną rzadkością, które nie jest gwarantowana centralnie (jak zabezpieczenia aplikacji komputerowych). Kryptoaktywo jest określane przez pryzmat formy, jaką przyjmuje (zapis w zdecentralizowanym rejestrze).

Token (kryptotoken) – kryptoaktywo, które reprezentuje zbiór praw i wartości lub jest nośnikiem użyteczności, w tym cyfrowych dóbr i treści. Prawa, wartości i użyteczności mogą być nadawane wewnątrz lub na zewnątrz systemu, w którym są obsługiwane. Podstawowe rodzaje tokenów według kryterium rodzaju przenoszonych uprawnień to: tokeny płatnicze (*payment tokens*), tokeny użytkowe (*uti-*

22 „Tokeny płatnicze zwane są «kryptowalutami» lub «walutami wirtualnymi»" [UKNF, 2020, s. 12].

lity tokens), tokeny inwestycyjne (*security/investment tokens*), tokeny zarządcze (*governance tokens*)[23].

Waluta (*currency*) – jednostka monetarna wykorzystywana w określonym systemie monetarnym, systemie płatniczym lub systemie (schemacie) płatności do rozliczeń i rozrachunków. Waluta jest jednostką, a zatem nie jest, co do zasady, środkiem płatniczym ani nośnikiem wartości, nie ma też żadnej określonej z góry formy. Warto pamiętać, iż angielskie słowo *currency* nie odzwierciedla dokładnie tego samego znaczenia co polskie słowo „waluta". *Currency* to w zasadzie szeroko rozumiany pieniądz, gotówka albo reżim monetarny.

Cyfrowa waluta (*digital currency/money*) – cyfrowe aktywo posiadające określoną jednostkę (walutę); w odróżnieniu od „waluty", dzięki nadaniu cyfrowej formy, „cyfrowa waluta" (lub „cyfrowy pieniądz") występuje jako środek wymiany przenoszony i przechowywany w formie cyfrowej. Cyfrowa waluta może być kontrolowana centralnie albo w zdecentralizowanym środowisku, nie jest zależna od technologii ani od sposobu kontroli, ani od centrum kontroli jej podaży i wartości. Pojęcie to obejmuje m.in. CBDC, pieniądz elektroniczny, prywatne cyfrowe waluty (Libra), kryptowaluty czy tzw. stablecoiny.

Token płatniczy (*payment/exchange token*) – token będący cyfrową walutą. Token płatniczy i związany z nim system księgowo-transakcyjny spełniają w zasadzie wyłącznie funkcjonalność dotyczącą transferu wartości (pośrednictwo w wymianie, płatności) i przechowania wartości, czyli funkcje „monetarne". W ramach tokenów płatniczych wyróżnia się kryptowaluty, a także środki kontrolowane centralnie: stokenizowany pieniądz *fiat* (CBDC), stokenizowany pieniądz elektroniczny, stokenizowane prywatne waluty.

Kryptowaluta (*cryptocurrency*) – kryptoaktywo generowane, transferowane, modyfikowane bezpośrednio w ramach protokołu sieci *blockchain* i osadzonego

---

23 W środowisku związanym z technologią *blockchain* często za token uważane są kryptoaktywa generowane w ramach istniejącego już systemu i sieci *blockchain* (np. w ramach tzw. inteligentnego kontraktu). Mianem kryptowaluty są natomiast określane tzw. natywne kryptoaktywa, generowane w ramach protokołu, który tworzy sieć *blockchain*. Innym razem token utożsamiany jest z kryptowalutą. Ujęcie to nie jest w pełni spójne z utrwalonym ogólnym znaczeniem słowa „token" (nośnik praw / potwierdzeń praw) i w nieuprawniony logicznie sposób wyodrębnia klasy dóbr według kryterium technicznego, zakładającego rozłączne traktowanie tych grup, zamiast bardziej spójnego kryterium użytkowego, w którym kryptowaluty są swego rodzaju tokenem. Dodatkowo kłopotliwe logicznie jest nazywanie kryptoaktywów generowanych w ramach protokołu sieci i kryptoaktywów generowanych w ramach inteligentnych kontraktów inaczej, gdyż jedne i drugie realizują głównie funkcje płatnicze i są listowane obok siebie na giełdach kryptowalutowych (np. XRP i BTC). Za argument przemawiający za upowszechnionym ujęciem podaje się, iż tokeny mogą realizować różne zaprogramowane funkcje, kryptoaktywa generowane na poziomie protokołu można jednak też elastycznie programować. Autor nie rozstrzyga tej niespójności, jako że język funkcjonujący w tym środowisku zmienia się szybko i często nieadekwatnie do istniejących już pojęć.

na nim rejestru albo[24] token płatniczy, obsługiwany w systemie o wysokim stopniu decentralizacji kontroli (decyzji o zasadach funkcjonujących w systemie), niewymagającym uzyskania uprawnień pozwalających dołączyć do systemu jako użytkownik lub dostawca usług infrastrukturalnych. Inaczej „krypto" albo „coin". Kryptowaluta i obsługujący ją system spełniają przede wszystkim funkcjonalność dotyczącą transferu wartości (pośrednictwo w wymianie, płatności, przechowanie wartości) – czyli funkcje „monetarne". Są jednocześnie generowane, przechowywane i przekazywane w systemie o zdecentralizowanej kontroli nad tymi procesami.
Stablecoin (inaczej „stabilne kryptowaluty") – kryptowaluta, której wartość wymienna kształtuje się na rynku, a wahania jej kursu wymiany względem wybranego zasobu lub grupy zasobów (łącznie) wokół określonego docelowego kursu wymiany są ograniczane za pośrednictwem różnych mechanizmów[25].
CBDC (cyfrowa waluta banku centralnego, *central bank digital currency*) – cyfrowy pieniądz kontrolowany przez bank centralny (władzę centralną) i denominowany w jednostce krajowej. CBDC nie musi być obsługiwana w systemach rozproszonych ani zdecentralizowanych, nie musi być tokenem ani kryptoaktywem, choć często zakłada się implementację CBDC z wykorzystaniem technologii *blockchain*. Jest cyfrową walutą. Może być (ale nie musi) tokenem płatniczym. Nie jest (zbiór CBDC nie ma części wspólnej ze zbiorami obejmującymi wymienione aktywa): walutą wirtualną (CBDC jest formą pieniądza, który jest wyłączony z definicji walut wirtualnych), kryptowalutą (kryptowaluty są z definicji niekontrolowane centralnie), pieniądzem elektronicznym (który jest odrębną formą środków pieniężnych, wydawanych przez wydawców posiadających określone zezwolenie nadzorcy rynku finansowego), stablecoinem (stablecoin jest kryptowalutą, której wartość wymienna kształtuje się na rynku walutowym; wartość CBDC, tak jak wartość pieniądza, kształtuje się natomiast na rynku pieniężnym).
Pieniądz elektroniczny (*E-money*) – wartość pieniężna przechowywana elektronicznie, w tym magnetycznie, wydawana, z obowiązkiem jej wykupu, w celu dokonywania transakcji płatniczych, akceptowana przez podmioty inne niż wyłącznie wydawca pieniądza elektronicznego [definicja za ustawą o usługach płatniczych]. Pieniądz elektroniczny to cyfrowa forma środków pieniężnych kontrolowana przez podmioty prywatne – prawnie nie jest to cyfrowy pieniądz, ale z ekonomicznego punktu widzenia – tak (w przeciwieństwie do środków gromadzonych na rachunku bankowym, które mają formę scentralizowanego zapisu księgowego). Pieniądz

24 Zobacz przypis nr 25.
25 Niekiedy błędnie określa się mianem stablecoina kryptoaktywa, które utrzymują stały poziom siły nabywczej, jako że zakłada się mylnie stabilność siły nabywczej dóbr, względem których stabilizowany jest kurs kryptoaktywa.

elektroniczny jest wydawany przez uprawnione podmioty (banki z odpowiednim zapisem w statucie, instytucje płatnicze czy instytucje pieniądza elektronicznego). Wydawca pieniądza ma obowiązek wymiany *e-money* na środki pieniężne (pieniądz lub jego substytuty, np. depozyty) na żądanie posiadacza pieniądza elektronicznego.
Waluta wirtualna (*virtual currency*) – cyfrowe odwzorowanie wartości, które nie jest: prawnym środkiem płatniczym emitowanym przez władze publiczne, międzynarodową jednostką rozrachunkową, pieniądzem elektronicznym (w rozumieniu prawnym), instrumentem finansowym (w tym papierem wartościowym) oraz wekslem lub czekiem. Jest za to wymienialna w obrocie gospodarczym na prawne środki płatnicze i akceptowana jako środek wymiany, może być także elektronicznie przechowywana lub przenoszona jako przedmiot handlu elektronicznego. Jest to nieznacznie uproszczona definicja zgodna z zapisami funkcjonującymi w polskim prawie [ustawa o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu].
Altcoin – kryptowaluta lub token[26] inne niż bitcoin.
Bitcoin – pierwsza kryptowaluta, której sieć została uruchomiona w 2009 r. przez osobę lub grupę osób posługujących się pseudonimem Satoshi Nakamoto; zapoczątkowała wiele nowych zjawisk, w tym powstanie altcoinów. NFT, inteligentne kontrakty i zdecentralizowane aplikacje, *blockchain* prywatny, zastosowanie blockchaina bez wykorzystania tokenów, powstanie rozwiązań DLT niebędących blockchainem, *metaverse*; stała się też punktem odniesienia, symbolem i reprezentantem szeroko pojętego ekosystemu DLT. Bitcoin to pierwsze zastosowanie technologii *blockchain* (w szerokim rozumieniu), stworzonej w istocie w celu skonstruowania Bitcoina i łączącego w sobie: system księgowy (rejestr skutków zdarzeń o charakterze gospodarczym, obejmującym dobra o określonej wartości wymiennej), system transakcyjny (realizację procesów zmiany własności jednostek), system rozliczeniowy i rozrachunkowy (realizację zleceń transakcji), „system krypto-pieniężny" (automatyczną politykę „kryptopieniężną"), oraz system wynagrodzeń (zachęty ekonomiczne dla tzw. górników). „Bitcoin" pisany wielką literą oznacza całą sieć, a „bitcoin" pisany małą literą – jednostkę walutową.
Górnicy (*miners*) – osoby (użytkownicy komputera), które zajmują się realizacją usług infrastrukturalnych, wspólnie utrzymując sieć *blockchain* opartą na konsensusie dowodów pracy (*proof-of-work*), tj. poświęcają one swoje zasoby (głównie moc obliczeniową) na rozwiązywanie kryptograficznych problemów (złożonych zagadek matematycznych) w celu uzyskania prawa dopisania kolejnych bloków danych transakcyjnych do rejestru. Jeśli zrobią to poprawnie, co musi być potwierdzone przez innych „górników" z danej sieci, otrzymują nagrodę w postaci nowo

[26] Zobacz przypis nr 25.

emitowanych jednostek kryptowaluty, które w ten sposób pojawiają się w systemie [zob. szerzej: Ammous, 2020, s. 249–251]. Odpowiednikami „górników" w systemach niewymagających tak skomplikowanych obliczeń i rozwiązywania zagadek, jak w sieciach opartych na *proof-of-work*, są „walidatorzy".

Coin – synonim kryptowaluty lub jednostka kryptowaluty.

Blockchain – w szerokim ujęciu jest to koncepcja łącząca:

1) strukturę zapisu sekwencyjnie dostarczanych i blokowanych danych, w której bieżący wpis zależny jest kryptograficznie od poprzedniego (poprzednich – *blockchain* w wąskim ujęciu), oraz mechanizmy ją obsługujące (forma bazy danych);
2) zdecentralizowaną infrastrukturalnie sieć rozproszonych, niezależnych, suwerennych węzłów, które mogą komunikować się bezpośrednio ze sobą (P2P) i realizować różne usługi na rzecz sieci (przechowują kopie rejestru, walidują transakcje, zapisują nowe bloki itp.);
3) mechanizm zapewniający konsensus w sieci (dynamiczne synchronizowanie kopii rejestru), wykorzystujący kryptografię;
4) zintegrowany mechanizm identyfikacji użytkowników i uwierzytelniania ich działań, oparty na kryptografii (powiązanie zestawu kluczy kryptograficznych z adresem w sieci blockchain);
5) wewnętrzny mechanizm ekonomicznych zachęt dla interesariuszy;
6) wirtualną maszynę wykonującą kod rozproszonych aplikacji złożonych z inteligentnych kontraktów.

Podstawowym i fundamentalnym zastosowaniem blockchaina jest przechowanie i obsługa rejestru transakcji lub stanów określonych jednostek kryptoaktywów, lub wyników działań inteligentnych kontraktów.

Bibliografia

Adamska, A., Sobiecki, G., Główka, G. (2018). *Pieniądz, kapitał i nieruchomości w procesie finansjeryzacji*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Ammous, S. (2020). *Standard Bitcoina. Zdecentralizowana alternatywa dla bankowości centralnej*. Wrocław: Fijorr Publishing.

Bernanke, B.S. (2012). The Great Moderation. W: *The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy*, E.F. Koenig, R. Leeson, G.A. Kahn (Eds.). Stanford: Hoover Institution Press, Stanford University.

Bryan, M. (2013). *The Great Inflation*, https://www.federalreservehistory.org/essays/great_inflation (dostęp: 30.04.2022).

Chmielewski, T., Kapuściński, M., Kocięcki, A., Łyziak, T., Przystupa, J., Stanisławska, E., Wróbel, E. (2018). Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2017 roku, *Materiały i Studia*, 330, https://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/ms330.pdf (dostęp: 30.04.2022).

ESC (1970). *Economic Stabilization Act of 1970*, https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-84/pdf/STATUTE-84-Pg796.pdf#page=4 (dostęp: 26.09.2017).

FRED (2020). *Nonfinancial Corporate Business; Credit Market Debt as a Percentage of the Market Value of Corporate Equities, Level*, https://fred.stlouisfed.org/series/NCBCMDPMVCE (dostęp: 30.04.2022).

HHA (1978). *Full Employment and Balanced Growth Act of 1978* (inaczej: *Humphrey-Hawkins Act*), https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/full-employment--balanced-growth-1978.pdf (dostęp: 30.04.2022).

Irwin, D.A. (2012). The Nixon Shock After Forty Years: The Import Surcharge Revisited, *NBER Working Paper*, 17749, http://www.nber.org/papers/w17749.pdf (dostęp: 30.04.2022).

Komisja Europejska (2020). Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniające dyrektywę (UE) 2019/1937, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0593&from=PL (dostęp: 30.04.2022).

Kosse, A., Mattei, I. (2022). Gaining Momentum – Results of the 2021 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies, *BIS Papers*, 125, https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap125.pdf (dostęp: 30.04.2022).

Luo, Y. (2017). The Monetary Root of Financialisation, *Economic and Political Studies*, 5(1), s. 41–59.

McLeay, M., Radia, A., Thomas, R. (2014). *Money Creation in the Modern Economy*, https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation--in-the-modern-economy.pdf (dostęp: 30.04.2022).

Morawski, W. (2002). *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*. Warszawa: Trio.

Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, https://bitcoin.org/bitcoin.pdf (dostęp: 30.04.2022).

Nakamoto, S. (2009). *Bitcoin Open Source Implementation of P2P Currency*, http://p2pfoundation.ning.com/forum/topics/bitcoin-open-source (dostęp: 30.04.2022).

NBP (2013). *Exhibition: The History of Central Banking – Poland and the USA 185th Anniversary of Polish Central Banking and 100th Anniversary of the Fed*, https://www.nbp.pl/en/publikacje/bankoteka/Bankoteka_3_December_2013_internet.pdf (dostęp: 30.04.2022).

Nixon, R. (1971). *Executive Order 11615 – Providing for Stabilization of Prices, Rents, Wages, and Salaries*, http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=60492 (dostęp: 30.04.2022).

Qian, R., Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2010). On Graduation from Default, Inflation and Banking Crisis: Elusive or Illusion?, *NBER Working Paper*, 16168, http://www.nber.org/papers/w16168.pdf (dostęp: 30.04.2022).

Reinhart, C. (2015). *What Can the Fed Learn from the History of Global Inflation?*, https://www.weforum.org/agenda/2015/09/what-can-the-fed-learn-from-the-history-of-global-inflation/ (dostęp: 30.04.2022).

Reyes, L. (2016). The Link between the Current International Monetary Non-System, Financialization and the Washington Consensus, *Research in International Business and Finance*, 42, s. 429–441.

Schaefer, S. (2003). *Who Benefited from the Tech Bubble? An Interview with Michael Hudson*, https://www.counterpunch.org/2003/08/29/who-benefited-from-the-tech-bubble-an-interview-with-michael-hudson/ (dostęp: 30.04.2022).

Sieroń, A. (2017). *Efekt Cantillona czyli dlaczego pieniądz ma znaczenie?* Warszawa: CeDeWu.

Sobiecki, G. (2021). Zdecentralizowane finanse (DeFi). W: *Blockchain w sektorze bankowym* (s. 6–39). Warszawa: Wydawnictwo Centrum Prawa Bankowego i Informacji, https://alebank.pl/wp-content/uploads/2021/12/Raport_Blockchain-w-sektorze-bankowym.pdf (dostęp: 30.04.2022).

Taylor, J. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice, *Carnegie – Rochester Conference Series Public Policy*, 39, s. 195–214.

Truman, E.M. (2012). The International Monetary System or Nonsystem? W: *Global Economics in Extraordinary Times* (s. 27–52), C.F. Bergsten, C.R. Henning (Eds.). Washington: Peterson Institute for International Economics, https://piie.com/publications/chapters_preview/6628/03iie6628.pdf (dostęp 30.04.2022).

UKNF (2020). *Stanowisko UKNF w sprawie wydawania i obrotu kryptoaktywami*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_wydawania_i_obrotu_kryptoaktywami_71794.pdf (dostęp: 30.04.2022).

Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (Dz.U. 2022, poz. 2360).

Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (Dz.U. 2018, poz. 723).

Werner, R.A. (2014). Can Banks Individually Create Money out of Nothing? – The Theories and the Empirical Evidence, *International Review of Financial Analysis*, 36, s. 1–19, http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521914001070 (dostęp: 30.04.2022).

FROM THE BRETTON WOODS SYSTEM TO DECENTRALISED FINANCE

Abstract

In this paper, I argue that the collapse of the Bretton Woods System triggered a chain of events and phenomena (mega-monetary impulses) that contributed to the emergence of Bitcoin and the development of the decentralised finance (DeFi) sector. The sustained decline in real short-term interest rates was the main mega-impulse associated with the "loosening" of monetary conditions. It meant a decrease both in the cost of capital and real income from capital. It was linked to a certain risk-taking style – an analogous mechanism as in the case of the transmission of monetary impulses by central banks. The mechanism is mainly theoretical, rarely operating in practice. The decline in real income

from capital, high liquidity of financial markets, and a significant share of debt in economic activity have contributed to an active search for rent focused on alternative capital investments. This means that the interest rate cut could have increased the risk appetite in the conditions of exhaustion of other, particularly safe, investment opportunities.

Keywords: Bretton Woods, financialisation, monetary policy

JEL Classification: E42, E52, E58, G21, G28, G32, O14, O33

Rozdział 14

PIENIĄDZ CYFROWY BANKU CENTRALNEGO A PROWADZENIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ – ASPEKTY OPERACYJNE

Paweł Kowalewski

Abstrakt

Coraz niższe do niedawna stopy procentowe (czasem nawet ujemne) przyspieszyły erozję zaufania do pieniądza fiducjarnego i skłoniły do poszukiwania alternatywnych rozwiązań. Jednym z nich są kryptowaluty, których szybki i nieuregulowany rozwój może stanowić nawet zagrożenie unicestwieniem klasycznego dwupoziomowego systemu bankowego. Odpowiedzią władz monetarnych na to szczególne wyzwanie jest cyfrowa waluta banku centralnego (CBDC), której pojawienie się będzie miało istotne znaczenie dla mechanizmu transmisji monetarnej polityki pieniężnej, także w wymiarze operacyjnym. Badania nad wpływem CBDC na mechanizm transmisji monetarnej znajdują się jednak jeszcze we wczesnym stadium rozwoju. Pierwsze, wstępne wyniki dowodzą jedynie, że wpływ CBDC na mechanizm transmisji (szczególnie w pierwszym jej etapie – z udziałem banku centralnego i banków komercyjnych) pozostaje raczej nieznany i tym samym powinien być przedmiotem dalszych badań.

Słowa kluczowe: CBDC, dwupoziomowy system bankowy, implementacja polityki pieniężnej, mechanizm transmisji monetarnej

Kody JEL: E12, E42, E51, E52, E58, F33, F41

14.1. Wprowadzenie

Pieniądz cyfrowy banku centralnego (CBDC) stanowi odpowiedź władz monetarnych na wywołane powstaniem kryptowalut zmiany w zakresie posługiwania się pieniądzem. Wybuch kryzysu z 2008 r. był wstrząsem, wobec którego banki centralne nie mogły pozostać obojętne. Działania niwelujące jego ujemne skutki z jednej strony ułatwiły przezwyciężenie samego kryzysu, z drugiej jednak podkopały zaufanie wielu obywateli zarówno do szeroko rozumianego systemu finansowego, jak i przede wszystkim do tradycyjnego pieniądza fiducjarnego. Najbardziej spektakularnym przykładem takiego stanu rzeczy było wprowadzenie ujemnego nominalnego oprocentowania przez wiele banków centralnych.

Wspomniany wyżej stan rzeczy zaczął zachęcać liczne podmioty do poszukiwania alternatywy dla pieniądza fiducjarnego[1]. Sprzyjał temu rozwój techniki, a Internetu w szczególności, który na przełomie I i II dekady XXI w. doprowadził do powstania kryptowalut. O ile ich rozwój był początkowo traktowany w kategoriach ciekawostek, o tyle przedłużający się okres polityki zerowych albo wręcz ujemnych stóp procentowych zaczął generować coraz większe zainteresowanie kryptowalutami, a to przełożyło się w efekcie na wzrost ich popytu. Władze monetarne nie mogły dłużej pozostawać obojętne na to zjawisko, tym bardziej że zaczęły dostrzegać w nim ryzyko utraty monopolu na emisję pieniądza.

Celem niniejszego opracowania jest uświadomienie daleko idących konsekwencji płynących z włączenia CBDC w mechanizm transmisyjny polityki pieniężnej. Prowadzone do tej pory badania na temat CBDC koncentrują się przede wszystkim na usprawnianiu systemu płatniczego poszczególnych państw czy obszarów walutowych. Stosunkowo niewiele miejsca poświęca się natomiast CBDC jako narzędziu mającemu zmienić (albo wręcz usprawnić) funkcjonowanie mechanizmu transmisji monetarnej. Chcąc zachować kontrolę nad ceną pieniądza, należy odrzucić abstrahowanie od związków między CBDC (w tym zwłaszcza popytem na ten pieniądz) a ustalaniem ceny na pieniądz.

Wprowadzenie CBDC zmusi prędzej czy później władze monetarne do rozpatrzenia istotnej kwestii sprowadzającej się do tego, kto będzie miał bezpośredni dostęp do CBDC, a kto takiego dostępu mieć nie będzie. Mało wyobrażalna wydaje się sytuacja, w której każdy właściciel CBDC mógłby dysponować możliwością otwarcia rachunku w banku centralnym. Dlatego niemal do rangi priorytetu urasta zagadnienie dotyczące łącznika między emitującym CBDC bankiem

[1] O przyczynach stopniowej utraty zaufania do tradycyjnego pieniądza fiducjarnego po upadku systemu z Bretton Woods pisze szerzej Grzegorz Sobiecki w rozdziale 13 niniejszej monografii.

centralnym a tymi podmiotami, które nie będą miały bezpośredniego dostępu do CBDC. Warto zauważyć, że wprowadzenie CBDC do polityki operacyjnej banku centralnego stwarza możliwość modyfikacji dotychczas funkcjonującego łącznika w ramach dwupoziomowego systemu bankowego. Tego rodzaju działania pozwoliłyby na dostosowanie takiego systemu do zmian zachodzących w szeroko rozumianym systemie finansowym. Dodatkowo, przy zastosowaniu kilku założeń bliżej omówionych w treści niniejszego opracowania, CBDC może nawet ułatwić bankowi centralnemu walkę z inflacją.

Jest jednak mało prawdopodobne, aby w dającej się przewidzieć przyszłości banki centralne zdecydowały się na skorzystanie z możliwości, jakie oferuje CBDC z perspektywy mechanizmu transmisji. Dzieje się tak za sprawą zbyt wielu niewiadomych wynikających z braku ostatecznie skrystalizowanej koncepcji CBDC. Co ważniejsze, większość opracowań bazuje na scenariuszu, w którym CBDC dokonuje całkowitego wyparcia pieniądza gotówkowego. Z punktu widzenia władz monetarnych taki scenariusz jest jednak całkowicie niepraktyczny i abstrahuje od ważnego elementu inercji, jaki charakteryzuje zastosowanie pieniądza. Użycie tradycyjnego pieniądza w gospodarce i świecie finansów jest tak głęboko zakorzenione, że analizowanie wariantu odejścia od niego na rzecz CBDC, bez okresu przejściowego, wydaje się przedsięwzięciem mało praktycznym, jeśli nie pozbawionym jakiejkolwiek wartości dodanej z perspektywy bieżącej polityki operacyjnej banku centralnego.

14.2. Powstanie i geneza CBDC

Wielki kryzys finansowy (2007–2009), w tym liczne bankructwa banków, oraz będący jego pochodną gwałtowny spadek oprocentowania podkopały nie tylko zaufanie do dwupoziomowego systemu bankowego, ale również do pieniądza fiducjarnego, zwłaszcza w jego funkcji jako środka tezauryzacji. W tym czasie, z początkiem 2009 r. pojawiły się doniesienia o pierwszej kryptowalucie, czyli bitcoinie, stworzonej przez osobę (bądź grupę osób) o pseudonimie Satoshi Nakamoto [2008]. Jej rozwój postępował wraz z przedłużającym się okresem bardzo niskich (często zerowych, a wraz z upływem czasu – wręcz ujemnych) stóp procentowych oraz polityki luzowania ilościowego (QE).

Przełomowym punktem w rozwoju bitcoina był kwiecień 2011 r., kiedy jego notowania pokonały psychologiczną granicę 1 USD. Na koniec 2011 r. bitcoin wzrósł do poziomu 4,25 USD, a w sierpniu 2012 r. jego notowania przekroczyły już 10 USD. W kwietniu 2013 r. został pokonany kolejny próg rzędu 100 USD, a w listopadzie tego samego roku poziom 1000 USD. Ten szybki wzrost notowań

bitcoina nie spotkał się jeszcze z zainteresowaniem ze strony władz monetarnych. Tym bardziej, że od końca 2013 r. jego wartość zaczęła się zmniejszać, a w maju 2015 r. notowania spadły do poziomu około 230 USD. Tak duża zmienność notowań bitcoina nie sprzyjała upowszechnieniu się kryptowalut oraz zastosowaniu ich jako alternatywy dla dotychczasowego pieniądza fiducjarnego. Dopiero jego ponowny wzrost, zaobserwowany w II połowie 2015 r., zaczął przyciągać coraz większą uwagę władz monetarnych. O ile jeszcze we wrześniu 2015 r. cena bitcoina kształtowała się poniżej 240 USD, o tyle pod koniec 2016 r. zaczęła zbliżać się do poziomu 1000 USD. We wrześniu 2017 r. kurs bitcoina przekroczył próg 4000 USD i wykazywał tendencję rosnącą. Co ważniejsze, rosnącym cenom bitcoina towarzyszył wzrost jego podaży. Ponadto równolegle zaczęły rozwijać się inne kryptowaluty. Banki centralne na świecie nie mogły dłużej pozostawać obojętne na zainicjowany w 2009 r. fenomen i musiały przejść do działań na rzecz ratowania swojego monopolu w obszarze emisji pieniądza gotówkowego (czy też szerzej – bazy monetarnej).

Pierwsze opracowania naukowe poświęcone zagadnieniu pieniądza cyfrowego banku centralnego (*central bank digital currency*, CBDC) ukazały się w 2016 r. [Dyson, Hodgson, 2016; Barrdear, Kumhof, 2016]. Dopiero we wrześniu 2017 r. przynajmniej trzy banki centralne wyraziły natomiast swój pogląd na temat CBDC. Prym wiódł tutaj szwedzki Riksbank [2017] za sprawą swojego raportu o e-koronie. Wcześniej w swoim przeglądzie kwartalnym Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) poświęcił osobny rozdział tej samej tematyce [BIS, 2017]. Był to bardzo wstępny etap badań, w którym nie istniał jeszcze *de facto* akronim CBDC. BIS w swoim opracowaniu używał pojęcia *central bank crypto currency* (CBCC) [BIS, 2017]. W tym samym miesiącu materiał podejmujący problem kryptowalut opublikował Bundesbank [Bundesbank, 2017]. Termin CBDC zaczął być używany przez banki centralne dopiero pod koniec 2017 r. Jako pierwsze zaczęły go stosować Bank Kanady (listopad 2017 r.) [Engery, Fung, 2017] oraz Bank Danii (grudzień 2017 r.). Warto zaznaczyć, że autorzy tego drugiego raportu wykazali bardzo ograniczony potencjał CBDC do zmian w duńskim systemie płatniczym [Gürtler, Nielsen, Rasmussen, Spange, 2017].

14.3. Definicja CBDC i zagadnienie okresu przejściowego

Zanim przejdę do omówienia wpływu CBDC na mechanizm transmisyjny, niezbędne wydaje się przytoczenie definicji CBDC. Według BIS „CBDC jest walutą cyfrową denominowaną w jednostce pieniężnej danego kraju, która stanowi zobowiązanie banku centralnego" [Kosse, Mattei, 2022, s. 2]. Tym samym – zdaniem

BIS – jej użytkownicy (rozumiani jako społeczeństwo) otrzymują nowy instrument w zakresie zarówno rozliczania się, jak i sposobu tezauryzacji pieniądza.

Taka definicja zmusza do wyjaśnienia tego, czym jest pieniądz cyfrowy i czym różni się on od pieniądza kreowanego obecnie przez banki. Otóż obecny pieniądz depozytowy, przybierający postać zapisów elektronicznych, kreowany przez sektor bankowy jest jedynie częściowo pokryty przez gwarancje państwowe (zarówno w Polsce, jak i w pozostałych krajach UE mowa o progu w wysokości 100 tys. EUR), co czyni go siłą rzeczy mało odpornym na ryzyko utraty płynności albo wypłacalności. Innymi słowy, każde dodatkowe euro powyżej wspomnianego progu nie jest już objęte gwarancją władz państwowych emitenta i w przypadku bankructwa jakiegokolwiek banku istnieje duże prawdopodobieństwo bezpowrotnej utraty wcześniej zdeponowanego pieniądza.

CBDC ma zmienić ten stan rzeczy. O ile bowiem zdeponowany przez nas pieniądz w banku komercyjnym (depozyt powyżej limitu 100 tys. EUR) jest zobowiązaniem instytucji prywatnej, o tyle emitowany przez bank centralny pieniądz cyfrowy (CBDC) stanowić będzie zobowiązanie banku centralnego, a – co za tym idzie – także danego państwa.

Pieniądz cyfrowy banku centralnego może przybierać postać elektronicznego pieniądza gotówkowego (tzw. token) lub zapisu rachunkowego. W dobie cyfryzacji posługiwanie się nowym pieniądzem będzie wymagało sprawdzenia jego ważności w przypadku cyfrowej gotówki (token)[2] oraz identyfikacji właściciela w przypadku pieniądza postrzeganego przez pryzmat zapisu rachunkowego.

Przewaga pieniądza cyfrowego ma – obok wspomnianego już rozszerzenia gwarancji banku centralnego na wszystkich jego użytkowników – polegać przede wszystkim na zapewnieniu posługiwania się nim w trybie *offline*. Obecnie system bankowy funkcjonuje niemal bez wyjątku w wariancie *online*, co czyni go podatnym między innymi na ataki hakerskie. Warto zauważyć, że niektórzy ekonomiści [Kahn, Oordt, Zhu, 2022] proponują również wzbogacić gotówkę cyfrową o dodatkowe cechy (mające na celu uatrakcyjnienie jej zastosowania), takie jak chociażby data ważności, po upływie której środki pieniężne wracałyby z powrotem na rachunek właściciela. Dalsza analiza tego ciekawego rozwiązania wychodzi jednak poza ramy tematyczne niniejszego opracowania.

Tytułem uzupełnienia trzeba dodać, że CBDC jest postrzegane przez pryzmat rozwoju sektora detalicznego (wspomniane tokeny) oraz rynku hurtowego (który poza sektorem bankowym może objąć jeszcze inne segmenty rynku finansowego, o czym dalej). Oddzielenie rynku hurtowego od rynku detalicznego pociąga za sobą

[2] Zob. glosariusz w poprzednim rozdziale autorstwa Grzegorza Sobieckiego.

kwestię nie tyle dostępności samego CBDC, ile tego, kto będzie mógł otworzyć konto w banku centralnym denominowane w pieniądzu cyfrowym banku centralnego.

Możliwość otwarcia przez każdego posiadacza CBDC konta w banku centralnym może grozić wywróceniem dotychczasowego dwupoziomowego systemu bankowego. Dlatego prawdopodobieństwo takiej sekwencji wydarzeń wydaje się niewielkie. Innym istotnym elementem analizy wpływu CBDC jest praktycznie nieznany moment jego pełnego wejścia do obiegu. Za taki stan rzeczy odpowiadają w dużej mierze powody, dla których banki centralne zainteresowały się tematyką CBDC. Przewodnim motywem jest zagwarantowanie inkluzji finansowej (zwłaszcza w krajach niżej rozwiniętych) oraz chęć zastąpienia gotówki w postaci fizycznej gotówką elektroniczną. W grę wchodzą również przesłanki polityczne, za którymi kryje się chęć zabezpieczenia się przed wyodrębnieniem pieniądza cyfrowego emitowanego (zarówno przez bank centralny, jak i przede wszystkim przez podmioty prywatne) przez państwo reprezentujące odmienne preferencje geopolityczne, społeczne i gospodarcze. Terraciano i Somoza [2020] powołują się na przykład Japonii usiłującej uchronić się przed wpływem wywieranym przez chińskie kryptowaluty.

Początek badań nad CBDC zbiegł się z końcem okresu, w którym zaobserwowano pierwsze objawy pojawienia się deflacji. Dlatego uwaga koncentrowała się przede wszystkim na eliminacji możliwości ochrony przed skutkami oddziaływania ujemnego oprocentowania. Nie bez znaczenia była również chęć wzmocnienia oddziaływania dolnej granicy korytarza stóp procentowych[3], gdyż wiele banków komercyjnych zaczęło wykorzystywać swoją uprzywilejowaną sytuację i udzielać pożyczek poniżej stopy depozytowej.

Kombinacja wybuchu pandemii w 2020 r. oraz rozpoczętej dwa lata później wojny rosyjsko-ukraińskiej zażegnały najprawdopodobniej ryzyko deflacji na długi czas. Oba te wydarzenia przyczyniły się również do zmiany postrzegania gotówki, której udział (mierzony zazwyczaj w postaci relacji wolumenu gotówki do PKB kraju emitenta albo, tam gdzie jest to wyraźnie zaznaczone, za pomocą jedynie samego nominalnego wolumenu) wzrósł w sposób znaczący. Tytułem przykładu, w krajach, w których jej udział się kurczył (np. Szwecja) zarówno w ujęciu nominalnym, i jak w relacji do PKB, w ostatnich czterech latach odnotowano odwrócenie trendu w ujęciu nominalnym[4], z kolei w innych krajach, gdzie

[3] Przez korytarz stóp procentowych rozumie się odległość między stopą, po której bank centralny pożycza bankom wolne środki, oraz stopą, po której przyjmuje on wolne środki od innych banków. Często (ale nie zawsze) stawka referencyjna banku centralnego wyznacza środek omawianego korytarza.

[4] W Szwecji gotówka w ujęciu nominalnym w latach 2008–2018 skurczyła się niemal o połowę. Wybuch pandemii w 2020 r. oraz przeprowadzona dwa lata później inwazja Rosji na Ukrainę były najprawdopodobniej jednymi z czynników, które pozwoliły odrobić gotówce poniesione straty.

udział gotówki był wysoki, zarejestrowano jego dalszy wzrost. Dobrym przykładem może być Polska, gdzie jeszcze pod koniec 2019 r. wartość gotówki wynosiła niespełna 240 mld PLN, a w pierwszych tygodniach wojny rosyjsko-ukraińskiej wzrosła do ok. 390 mld PLN.

Niestety przybierający na sile od II połowy 2021 r. wzrost inflacji spowodował siłą rzeczy spadek zainteresowania tematem oddziaływania ujemnych stóp procentowych i w efekcie *de facto* zdezaktualizował nieco dorobek badawczy poświęcony CBDC w ramach badań nad mechanizmem transmisji. Trudno byłoby jednak abstrahować od dokonania przeglądu literatury w tym szczególnym obszarze.

Wątek dotyczący mechanizmu transmisyjnego jest opisany m.in. w książce *Future of Money* Prasada [2021]. Dużo uwagi zaczął poświęcać temu zagadnieniu w połowie 2022 r. EBC [EBC, 2022]. Kluczowym opracowaniem z perspektywy wpływu CBDC na mechanizm transmisyjny jest materiał sporządzony przez ekspertów Banku Anglii oraz BIS zatytułowany *Broadening Narrow Money: Monetary Policy with a Central Bank Digital Currency* [Meaning, Dyson, Barker, Clayton, 2021]. Do jego treści będę się jeszcze nie raz odwoływał. Wyniki analizy wspomnianego wyżej materiału bazują jednak na scenariuszu, w którym CBDC dokonuje całkowitego wyparcia dotychczas występujących form pieniądza (tj. fizycznego pieniądza gotówkowego oraz pieniądza depozytowego). Z uwagi na małą przydatność takiego scenariusza (jest mało prawdopodobne, aby CBDC wyparł tradycyjny pieniądz w dającej się przewidzieć przyszłości) niniejsza analiza zostanie wzbogacona o problematykę okresu przejściowego. Niezmiernie silny wzrost zapotrzebowania na tradycyjny pieniądz gotówkowy w okresie ostatnich trzech lat pozwala dodatkowo wzmocnić tezę, że najprawdopodobniej będziemy mieli do czynienia z długim okresem przejściowym, w trakcie którego pieniądz tradycyjny będzie współistnieć z CBDC.

Problematyka wspomnianego wyżej okresu przejściowego sprowadza się do odpowiedzi na następujące pytania.

Po pierwsze, czy elektroniczne tokeny staną się jeszcze jednym czynnikiem autonomicznym, czy też za sprawą swojego ewentualnego oprocentowania będą one wchodzić w skład rachunku bieżącego (ewentualnie depozytu), na którym instytucje finansowe będą trzymać swoje środki.

Po drugie, kto będzie miał dostęp do wspomnianego wyżej rachunku bankowego oraz depozytu w banku centralnym. Jak już wcześniej zaznaczono, powszechny

---

O ile w przededniu wybuchu pandemii wartość znajdującej się w obiegu gotówki wynosiła niespełna 50 mld SEK, o tyle pod koniec I połowy 2022 r. wielkość ta wzrosła do ponad 68 mld SEK. Od III kw. 2022 r. widać było jednak ponowny spadek wartości gotówki, która na koniec września 2022 r. wynosiła niespełna 65 mld SEK.

dostęp do takiego rachunku może grozić załamaniem się koncepcji dwupoziomowego systemu bankowego.

Chcąc dalej badać wpływ CBDC na mechanizm transmisyjny, należy podać jego główne cechy, które będą sprowadzać się do dostępności CBDC, wymienialności CBDC na pozostałe składniki bazy monetarnej w relacji 1:1 oraz oprocentowania CBDC. Z perspektywy mechanizmu transmisji najważniejsze wydają się dwa ostatnie aspekty CBDC, czyli wymienialność oraz oprocentowanie.

Wymienialność w skali 1:1 wszystkich komponentów bazy monetarnej nie musi być wcale oczywista. Jeszcze pod koniec ubiegłej dekady rodziły się koncepcje [zob. np. Assenmacher, Krogstrup, 2018] mające na celu odejście od wspomnianej wymienialności po to, aby zniechęcić podmioty do trzymania gotówki i w efekcie wzmocnić siłę oddziaływania dolnej granicy korytarza procentowego. Jak zauważają jednak cytowani teraz autorzy, proponowana wyżej formuła oznaczałaby *de facto* dualizm monetarny sprowadzający się do tego, że w użyciu znajdowałyby się dwa odmienne rodzaje pieniądza fiducjarnego. Dodatkowo z punktu widzenia klientów (a deponentów w szczególności) systemu bankowego uniemożliwienie wymiany pieniędzy wycofanych z rachunku bankowego na gotówkę w relacji 1:1 mogłoby doprowadzić do destabilizacji całego dwupoziomowego systemu bankowego. Innymi słowy, korzyści płynące z opisywanego rozwiązania dla banku centralnego byłyby znacznie mniejsze niż w przypadku potencjalnego zagrożenia dla stabilności finansowej.

Jak już wcześniej wspomniano, dalszy opis wpływu CBDC na mechanizm transmisyjny będzie podzielony na dwie części, co oznacza, że analizowana tematyka będzie postrzegana przez pryzmat:

a) pieniądza gotówkowego, często rozumianego jako pieniądz w ujęciu detalicznym,
b) pieniądza bankowego, często rozumianego jako pieniądz w ujęciu hurtowym, co wymaga uwzględnienia w analizie również aspektu polityki pieniężnej.

14.4. CBDC jako pieniądz detaliczny

Analiza CBDC przez pryzmat pieniądza detalicznego doczekała się szerokiego opisu w literaturze światowej. Jest ona wręcz dominującym elementem badań poświęconych problematyce CBDC. Z punktu widzenia mechanizmu transmisyjnego zagadnienie CBDC będzie jednak sprowadzać się oczywiście do jego oprocentowania. Rzecz w tym, że jeśli oprocentowanie gotówki cyfrowej wyniesie 0%, to czy ten segment CBDC będzie można postrzegać już jako kolejne narzędzie

polityki monetarnej, czy też jako jeszcze jeden czynnik autonomiczny[5] (tak jak ma to miejsce w przypadku znajdującej się obecnie w obiegu gotówki). To, jak zostanie potraktowana cyfrowa gotówka CBDC, będzie zależeć od tego, jakie cele będą kryć się za wprowadzeniem CBDC. I tak, jak piszą wspomniani Meaning i in. [2021], jeśli powyższej decyzji przyświecać będzie jedynie chęć poszerzenia inkluzji finansowej oraz poprawy funkcjonowania systemu płatniczego, to nie ma potrzeby przekształcania gotówki w kolejne narzędzie polityki monetarnej. Innymi słowy, cyfrowa gotówka może (ale nie musi) być traktowana jako jeszcze jeden czynnik autonomiczny. Rzecz w tym, że popyt na cyfrową gotówkę nie będzie podlegać tym samym prawom co popyt na gotówkę tradycyjną (wrócę do tej kwestii w dalszej części opracowania).

Zupełnie inaczej będzie wyglądać natomiast sytuacja, jeśli decydentom – przy podejmowaniu decyzji dotyczącej CBDC – będą przyświecać cele monetarne, czego nie da się wykluczyć zwłaszcza w dobie szybko rosnącej inflacji. Warto zauważyć, że właśnie wysoka inflacja jest wspólnym mianownikiem łączącym okres upadku systemu z Bretton Woods z początkiem III dekady XXI w. Ponadto, jak już wspomniano, dwa kryzysy u progu III dekady XXI w. przyczyniły się do zmiany percepcji gotówki. Ewentualne oprocentowanie cyfrowej gotówki powinno zaś w sposób znaczący regulować popyt na nią, co może przełożyć się na sposób prowadzenia polityki monetarnej.

Zarówno w ostatniej dekadzie funkcjonowania systemu z Bretton Woods, jak i bezpośrednio po upadku tego systemu mieliśmy do czynienia z szybkim spadkiem znaczenia gotówki (w stosunku do PKB). Działo się tak m.in. za sprawą rozwoju jakościowego bankowości detalicznej (czego przykładem było m.in. uruchomienie w 1967 r. pierwszego na świecie bankomatu w Londynie) oraz przede wszystkim stopniowego, ale przybierającego z czasem na sile wzrostu oprocentowania. Niemal w większości najwyżej rozwiniętych krajów udział gotówki w stosunku do PKB pod koniec lat 70. spadł wyraźnie poniżej 8% i wykazywał nadal tendencję spadkową. Punkt zwrotny w historii popytu na pieniądz gotówkowy zbiegł się z początkiem „wielkiego uspokojenia" w II połowie lat 80. [Krueger, 2008]. Kombinacja spadającej inflacji oraz oprocentowania przyczyniała się do spadku kosztu alternatywnego utrzymywania pieniądza gotówkowego [Ashworth, Goodhart, 2020]. W efekcie popyt na gotówkę zaczął powoli rosnąć, co można było zauważyć

[5] Mianem czynników autonomicznych określa się te pozycje bilansu banku centralnego, na kształtowanie się których bank centralny nie jest w stanie wywierać bezpośredniego wpływu za pomocą stóp procentowych. Jednym z nich jest gotówka. Jest ona, owszem, emitowana przez bank centralny, który nie ma jednak bezpośredniego wpływu na kształtowanie się popytu na gotówkę. Ten ostatni zależy od wszystkich podmiotów korzystających z pieniądza.

zwłaszcza bezpośrednio po wybuchu wielkiego kryzysu finansowego oraz będącego jego pochodną dalszego spadku oprocentowania. Potwierdza to przykład Niemiec czy Szwajcarii, a zwłaszcza Japonii.

Oczywiście wzrost popytu na gotówkę nie był i nadal nie jest równomiernie rozłożony (w krajach skandynawskich wykazywał on *de facto* tendencję spadkową do końca 2021 r.), wspomniana już jednak trwająca od kilku lat jego tendencja wzrostowa (oraz przybierająca na sile stopa inflacji) może stanowić dla władz monetarnych silny bodziec do oprocentowania CBDC. Jeśli tak się stanie, to zarysowany wyżej scenariusz będzie obfitował w daleko idące skutki z puntu widzenia zasad polityki operacyjnej, a operacji otwartego rynku w szczególności.

Chcąc analizować dalej ten scenariusz, należy rozważyć przynajmniej trzy pytania:

1) czy dojdzie do współwystępowania w obiegu (kohabitacji) tradycyjnej gotówki z gotówką cyfrową?
2) czy gotówka cyfrowa będzie oprocentowana, czy też nie?
3) jaki będzie popyt na cyfrową gotówkę niezależnie od tego, czy będzie ona oprocentowana, czy też nie?

Popyt na znajdującą się obecnie w obiegu gotówkę jest w znacznym stopniu niestabilny, ale stosunkowo łatwy (za sprawą ogromnego doświadczenia departamentów operacyjnych banków centralnych) do przewidzenia. Jest rzeczą powszechnie wiadomą, że największy popyt na gotówkę ma miejsce między innymi we czwartki czy w dni bezpośrednio poprzedzające okres bożonarodzeniowy. Czy tak samo będzie w przypadku ewentualnej cyfryzacji gotówki? Można domniemywać, że nie. Tradycyjna gotówka cechuje się zarówno wadami, jak i zaletami, z jakimi nie będziemy mieć raczej do czynienia w przypadku cyfrowej gotówki. Do wad tradycyjnej gotówki można zaliczyć przede wszystkim jej kruchość (na skutek pożaru lub jakiegoś innego kataklizmu) czy też ryzyko jej niemalże nieodwracalnej utraty (na skutek kradzieży, a nawet zwykłego zgubienia). Z kolei zaletą tradycyjnej gotówki jest jej odporność na ujemne oprocentowanie oraz występowanie w roli swoistego wentylu bezpieczeństwa na czas paniki finansowej (o czym będzie jeszcze mowa w dalszej części tego opracowania).

Można wręcz wyjść z tezą, w myśl której to, co jest wadą gotówki tradycyjnej, pozostaje przynajmniej częściowo zaletą cyfrowej gotówki (choć skala zalet będzie zależeć od jej zaprojektowania). Jednocześnie niemal na pewno zalety dostrzegane w przypadku tradycyjnej gotówki będą wadami w jej wersji cyfrowej. Co ważniejsze, wynikające stąd różnice w percepcji tradycyjnej i cyfrowej gotówki wystąpią niezależnie od tego, jakie będzie oprocentowanie cyfrowej gotówki. Przykładowo zarówno kruchość, jak i podatność na zgubienie gotówki cyfrowej będzie mniej-

sza niż w przypadku tradycyjnej gotówki niezależnie od tego, czy cyfrowa gotówka będzie oprocentowana, czy też nie. Dlatego kwestią otwartą pozostaje pytanie o to, czy cyfrowa gotówka stanie się czynnikiem autonomicznym. Jeśli takowym nie będzie, to gotówka cyfrowa zacznie wywierać bezpośredni wypływ na politykę pieniężną, ponieważ jej popyt będzie uzależniony od oprocentowania oferowanego przez bank centralny.

Badania nad CBDC są cały czas prowadzone przez różne banki centralne, płynące z nich wnioski (zwłaszcza w zakresie długoterminowych korzyści wynikających z zastosowania tego rodzaju pieniądza) budzą jednak wiele wątpliwości. Bank Danii w swoim raporcie na temat CBDC z czerwca 2022 r. przyznaje wprost, że nie jest jasne, jaką wartość dodaną może wnieść CDBC do obecnie funkcjonującego systemu płatniczego w Danii[6].

14.5. CBDC jako narzędzie polityki pieniężnej

O ile temat CBDC w ujęciu detalicznym jest szeroko analizowany w fachowej literaturze, o tyle zagadnienie CBDC rozpatrywane w kontekście prowadzenia polityki pieniężnej znajduje się dopiero na bardzo wstępnym etapie badań. W tej części rozdziału będzie mowa przede wszystkim o tym, jakie podmioty będą miały bezpośredni, a jakie jedynie pośredni dostęp do CBDC. Wątek polityki pieniężnej będzie analizowany następnie w kolejnych podpunktach przez pryzmat oprocentowania CBDC oraz popytu na ten pieniądz. Mowa tutaj o kanale bankowym mechanizmu transmisji pieniądza.

Kanał bankowy jest jednym z głównych mechanizmów transmisji pieniądza. Zmiany krótkoterminowej stopy procentowej dokonywane przez bank centralny oddziałują na gospodarkę za sprawą uprzywilejowanych (na tle innych instytucji finansowych) banków mających dostęp do pieniądza banku centralnego. Innymi słowy, za sprawą deponowania pieniędzy przez sektor bankowy w banku centralnym jego środki stają się częścią bazy monetarnej.

---

6 W raporcie tym możemy przeczytać między innymi, że „Danmarks Nationalbank stale ocenia różne przyczyny i ich możliwe znaczenie w odniesieniu do systemu finansowego w Danii, częściowo ze względu na fakt, że wynikające z nich długoterminowe możliwości są nadal niejasne. Obecnie, z uwagi na związane z tym koszty i możliwe ryzyko, nie jest jasne, w jaki sposób detaliczny CBDC miałby stworzyć znaczącą wartość dodaną w stosunku do istniejących już rozwiązań w Danii. W przypadku nowych technologii zdarza się często tak, że od samego początku nie jest jasne, w jaki sposób i w jakim stopniu nowe rozwiązanie miałoby wygenerować wartość dodaną. Podobnie może być trudno przewidzieć, na jakie rozwiązania i usługi finansowe będzie zgłaszany popyt" [Danmarks Nationalbank, 2022, s. 28, tłum. własne].

Z perspektywy tak ujętej problematyki kluczową kwestią jest zagadnienie otwarcia rachunku bankowego denominowanego w CBDC w banku centralnym. Założenie takiego rachunku przez każdego właściciela CBDC stanowiłoby zagrożenie dla istniejącego dwupoziomowego systemu bankowego. Dlatego zachowanie pośrednictwa między bankiem centralnym a wszystkimi użytkownikami CBDC wydaje się wskazane.

Do tej pory pośrednikiem w tego typu transakcjach pozostawał sektor bankowy. Rodzi się jednak pytanie, czy obecny układ nie staje się anachronizmem. Za takim podejściem przemawiają tendencje zachodzące w szeroko rozumianym systemie finansowym. Przykładowo w strefie euro jeszcze w 1999 r. udział sektora bankowego w całym systemie finansowym mierzonym aktywami wynosił około 60% [EBC, 2020]. Z kolei 20 lat później skurczył się on do ok. 40%. Beneficjentem erozji znaczenia sektora bankowego były i są niebankowe instytucje finansowe (NIF). Tym samym potrzeba rozbudowy wspomnianego wyżej pośrednictwa o NIF-y wydaje się uzasadniona.

Wprowadzenie CBDC pozwala na uwzględnienie tych zmian w chwili podejmowania decyzji odnośnie do tego, kto może deponować pieniądze w banku centralnym, a kto nie może tego uczynić. Pozostaje jednak pytanie, czy dostęp do banku centralnego powinien być taki sam w przypadku zarówno sektora bankowego, jak i NIF?

Samo zagwarantowanie NIF-om dostępu do rachunku w banku centralnym nie zrówna ich statusu ekonomicznego z bankami komercyjnymi. Odmienność banków komercyjnych sprowadza się nie tylko do dostępu do rachunku bieżącego w banku centralnym, ale także do zdolności kreacji pieniądza (depozytów). Przypomnijmy krótko, na czym ona polega.

Załóżmy, że podmiot X bierze kredyt w banku Y. Środki z tytułu udzielonego kredytu są depozytem podmiotu X, który może je wydać na wiele sposobów. Dlatego też za sprawą tych depozytów dochodzi do wygenerowania siły nabywczej. Rzecz w tym, że ten sam podmiot za pomocą zdeponowanych w banku X środków może przeznaczyć je na zakup przykładowo mieszkania u dewelopera, który jest z kolei obsługiwany przez bank Z. Tym samym transakcja nabycia mieszkania będzie rozliczana między bankiem Y a bankiem Z za pomocą rachunków, jakie oba banki utrzymują w banku centralnym. Mechanizm ten czyni również uczestniczące w opisywanym tutaj procesie banki bardziej podatnymi na zmiany oprocentowania ustalonego przez bank centralny, o czym będzie jeszcze mowa w części poświęconej oprocentowaniu CBDC.

W przeciwieństwie do banków komercyjnych instytucje finansowe bez dostępu do depozytu banku centralnego dokonują jedynie transferu od posiadaczy nadwy-

żek oszczędności w kierunku tych podmiotów, które notują w tym zakresie deficyt. Wobec braku posiadania rezerw w banku centralnym proces kreacji pieniądza na większą skalę nie wchodzi w grę. Czy zagwarantowanie NIF-om dostępu do rachunku w banku centralnym zmieni ten stan rzeczy? Częściowo. Otóż z chwilą wprowadzenia CBDC NIF-y będą nie tylko uczestniczyć dalej w transferze kapitału od tych, którzy notują jego nadwyżki, w kierunku tych, którzy zgłaszają na nie popyt, ale będą też przede wszystkim pośrednikami między bankiem centralnym a podmiotami, które nie dysponują możliwością otwarcia konta w banku centralnym. Ten stan rzeczy zbliżyłby znaczenie NIF – z puntu widzenia mechanizmu transmisji – do sektora bankowego, ale na pewno nie zrównałby statusu obu sektorów. Proces kreacji pieniądza pozostałby nadal wyłącznie prerogatywą sektora bankowego (oczywiście wraz z bankiem centralnym).

Kreacja pieniądza pociąga za sobą nie tylko przywileje, ale także obowiązki. Powstałe i wprowadzone w II dekadzie XXI w. normy ostrożnościowe zostały zaprojektowane przede wszystkim z myślą o bankach komercyjnych. Zwróćmy uwagę na to, że kredyt denominowany w CBDC – z perspektywy wskaźnika pokrycia płynności (*liquidity coverage ratio*, LCR)[7] – może bardziej obciążać ten wskaźnik niż tradycyjny kredyt. Chodzi o to, że za sprawą kredytu denominowanego w CBDC każdy złoty pożyczony za pośrednictwem CBDC będzie równoznaczny ze zmniejszeniem się płynności banku o udzielony kredyt (czyli 1 PLN). Z kolei w przypadku banku kreującego pieniądz za pomocą depozytu istnieje prawdopodobieństwo, że cały udzielony kredyt nie zostanie natychmiast wydany, co będzie miało wpływ na kształtowanie się LCR. Dlatego tak ważne jest omówienie zagadnień związanych z oprocentowaniem CBDC.

14.6. Oprocentowanie CBDC

Oprocentowanie CBDC, postrzegane nadal jako cena wewnętrzna pieniądza cyfrowego, mogłoby zatem przybierać dwutorowy charakter i kształtować się w następujący sposób:

- pierwszy tor, gdzie oprocentowanie CBDC będzie stanowiło narzędzie polityki pieniężnej, za pomocą którego uprawnieni uczestnicy mogliby wpływać na popyt na CBDC; mowa tu o oprocentowaniu stosowanym wyłącznie względem instytucji będących w stanie kreować pieniądz (depozyty bankowe);

[7] Wskaźnik LCR pokazuje relację między aktywami o wysokiej płynności i jakości kredytowej (m.in. gotówka, obligacje skarbowe i bony pieniężne banku centralnego) a wypływami netto, które mogą nastąpić w ciągu 30 dni. Jego wartość nie może być niższa niż 100%.

- drugi tor to oprocentowanie CBDC stosowane względem NIF-ów (albo wszelkich podmiotów bez dostępu do rachunku w banku centralnym), za pomocą którego usiłowano by oddziaływać na sam popyt na CBDC ze strony prywatnych podmiotów gospodarczych.

Sam podział na sektor bankowy i NIF każe zastanowić się nad pytaniem, czy bank centralny będzie mógł nadal stosować jednolite oprocentowanie względem obu sektorów. Jak zostało jednak wyżej wyjaśnione, oba sektory będą nadal różnić się od siebie. Czy odmienne oprocentowanie powinno być zatem rozważane? Tym bardziej że swojego rodzaju dyskryminacja (w postaci odmiennego oprocentowania oferowanego przez bank centralny) nie jest niczym nowym w bankowości centralnej. Wystarczy odwołać się chociażby do przykładu Fed, który w październiku 2008 r. wprowadził nową stawkę oprocentowania dla środków trzymanych powyżej progu wyznaczonego przez rezerwę obowiązkową (tzw. *interest on excess reserves*, IOER), różniącą się swoją wielkością od stawki, po której oprocentowane były rezerwy (*interest on reserves*). Co ważniejsze, nie wszystkie instytucje działające na rynku pieniężnym miały wówczas dostęp do szczególnie atrakcyjnego oprocentowania w postaci IOER. Ta dyskryminacja uległa w lipcu 2021 r. technicznej modyfikacji za sprawą odejścia od dwóch wyżej wymienionych stawek na rzecz nowej ujednoliconej stawki *interest on reserve balances* (IORB).

O ile dyskryminacja w wydaniu Fed miała na celu wymuszenie arbitrażu [Keating, Macchiavelli, 2018] między tymi instytucjami, które mają dostęp do IORB, a tymi, które takiego dostępu nie mają, o tyle inne wybrane banki centralne stosowały zwłaszcza w II dekadzie XXI w. zróżnicowane oprocentowanie celem minimalizowania negatywnych skutków ujemnego oprocentowania. Początkiem tego drugiego rodzaju dyskryminacji stało się wprowadzenie faktycznego ujemnego nominalnego oprocentowania przez Bank Danii w lipcu 2012 r. Wszystkie banki centralne (Szwajcarii, EBC, Danii) stosujące ujemne oprocentowanie (jako narzędzie operacyjne) z wyjątkiem szwedzkiego Riksbanku oraz norweskiego banku centralnego[8] odwoływały się (albo nadal odwołują, tak jak ma to miejsce w przypadku Banku Japonii) do *de facto* zróżnicowanego oprocentowania [Bech, Malkhozov, 2016]. W Japonii stopa depozytowa przybrała w styczniu 2016 r. kształt nawet trzypoziomowego korytarza[9].

---

8 Zwłaszcza jeśli przyjmiemy za kryterium odchylenie stawki *Norwegian Overnight Weighted Average* (NOWA) od stawki referencyjnej. NOWA jedynie kilka razy osiągnęła wartość ujemną (rzędu –0,01% przy stawce referencyjnej wynoszącej 0%) i nawet nie zbliżyła się do poziomu tzw. stawki rezerwowej (*reserve rate*), która jest stosowana w przypadku deponowania środków w banku centralnym powyżej tzw. indywidualnej kwoty.

9 Ujemne oprocentowanie stosował również w II dekadzie XXI w. bank centralny Węgier. Omówienie tego szczególnego przypadku wychodzi jednak poza ramy niniejszego opracowania

Z kolei w Szwajcarii, już nawet po odejściu od polityki ujemnych stóp procentowych we wrześniu 2022 r., stosowane jest nadal zróżnicowane oprocentowanie względem środków trzymanych na rachunku w banku centralnym.

Istnieje jednak pewna różnica w opisywanych przykładach dyskryminacji. Dotychczasowa dyskryminacja (w postaci zróżnicowanego oprocentowania), z wyjątkiem dość specyficznego przykładu USA[10], odbywała się i odbywa wewnątrz jednego sektora. Teraz będzie zaś mowa o dyskryminacji procentowej międzysektorowej, wychodzącej swoim zasięgiem poza arbitraż – tak jak ma to obecnie miejsce w przypadku polityki operacyjnej Fed. Rodzi się tym samym pytanie, który z sektorów powinien dysponować atrakcyjniejszym oprocentowaniem. Cytowani autorzy [Meaning i in., 2021] wskazują na sektor bankowy bez podania wyraźnej przyczyny. Można zatem się domyślać, że u podstaw wyższego oprocentowania leży chęć łatwiejszego oddziaływania ze strony banku centralnego na ten sektor. Dodatkowym motywem przemawiającym za wyższym oprocentowaniem jest fakt kreowania pieniądza przez sektor banków komercyjnych.

Cytowani już Meaning i in. [2021] twierdzą, że zróżnicowane oprocentowanie w przypadku rachunków denominowanych w CBDC w banku centralnym może funkcjonować wielowymiarowo. Rzecz w tym, że takie zróżnicowanie, zdaniem przywołanych autorów, może być również skuteczne w działaniach na rzecz zachowania wspomnianej już stabilności finansowej w całym systemie. W efekcie wychodzą oni z koncepcją wprowadzenia marży będącej różnicą między %SB (oprocentowaniem dla sektora bankowego) a %NIF (oprocentowaniem niebankowych instytucji finansowych). Opisywana marża mogłaby mieć charakter stały albo zmienny. W przypadku stałej marży układ ten miałby wpływ jedynie na sumę bilansową poszczególnych banków. Z kolei zmienna marża byłaby przydatna z perspektywy gwarantowania stabilności finansowej, o czym więcej w kolejnych akapitach.

Jak już sygnalizowano wcześniej, przywilej kreowania pieniądza czyni sektor bankowy bardziej podatnym na zmiany w jego oprocentowaniu. Należy w tym kontekście wyjaśnić dlaczego przywilej kreowania pieniądza powinien nieść za sobą możliwość korzystania przez sektor bankowy z wyższego oprocentowania oferowanego przez bank centralny. Otóż aby danemu bankowi komercyjnemu opłacało się udzielanie kredytów i kreowanie pieniądza, musi on mieć zagwarantowaną dodatnią marżę, rozumianą jako różnica między oprocentowaniem udzielanego kredytu a oprocentowaniem przyjmowanych w depozyt środków (pochodzących przeważnie z udzielonego wcześniej kredytu). Dany podmiot (osoba) nie ma jed-

[10] Wystarczy spojrzeć na definicję pozostających bez dostępu do IORB GSE (*government sponsored enterprises*) oraz tzw. *depositary institutions*, mających dostęp do IORB, aby zrozumieć, że mówimy o instytucjach, których zasięg oddziaływania wychodzi poza sektor bankowy.

nak obowiązku deponowania pożyczonych wcześniej od banku komercyjnego środków w tym samym banku. Jeżeli konkurencja (w postaci NIF-ów) wprowadzi atrakcyjniejsze oprocentowanie, wówczas taki podmiot wybierze właśnie jej ofertę. Aby do tego nie dopuścić, dany bank będzie musiał zaoferować oprocentowanie wyższe niż to, jakie zagwarantują NIF-y[11].

Tego rodzaju zróżnicowanie pozwoliłoby również – jak już wspomniano przy okazji omawiania tematu gotówki cyfrowej – łatwiej kontrolować sytuację na wypadek ewentualnej paniki finansowej. Do jej powstrzymania wystarczyłoby obniżenie oprocentowania w ramach drugiego toru albo zmniejszenie różnicy w oprocentowaniu między sektorem bankowym a NIF-ami.

Dlatego zróżnicowane oprocentowanie między dwoma sektorami może być przydatnym narzędziem w rękach władz monetarnych. Aby tak się jednak stało, to – zdaniem cytowanych autorów – musi zostać spełniony jeden warunek, którego istotę należy teraz omówić.

Rzecz w tym, że wspominana wyżej nierówność (%SB – %NIF > 0) może mieć dwojaki charakter:

a) różnica (%SB – %NIF) = *const.*,
b) różnica (%SB – %NIF) podlegająca wahaniom wyłącznie na skutek decyzji banku centralnego.

W przypadku realizacji pierwszego wariantu otrzymujemy układ, który miałby wpływ jedynie na sumę bilansową poszczególnych banków, ale z punktu widzenia polityki pieniężnej byłby neutralny. Z kolei zmienność relacji (%SB – %NIF) daje bankowi centralnemu możliwość stosowania opisywanej różnicy jako kolejnego narzędzia polityki monetarnej.

14.7. Popyt na CBDC oraz działania zmierzające do uczynienia go bardziej stabilnym

Wydaje się, że skuteczność prowadzenia polityki pieniężnej zależy w dużym stopniu od umiejętności oszacowania popytu na pieniądz. Jak pokazuje przykład wielu państw, zdolność oszacowania popytu na pieniądz może prowadzić do zaburzeń w gospodarce, o czym świadczą chociażby doświadczenia Wielkiej Brytanii z II połowy lat 80. [Marsh, Keegan, Roberts, 2017]. Jednocześnie wiele banków centralnych zaniechało takich badań na przestrzeni ostatnich 30 lat. Z uwagi na innowacyjny (czy wręcz rewolucyjny) charakter CBDC zdolność szacowania

[11] Podziękowania dla Mikołaja Szadkowskiego za wyjaśnienie znaczenia tego wątku.

popytu na ten pieniądz może jednak ułatwić prowadzenie polityki pieniężnej. Co ważniejsze, banki centralne (np. Bank Kanady) podejmują już działania zmierzające w tym kierunku [Li, 2021].

Do tej pory mowa była o popycie na CBDC w ujęciu detalicznym bez dojścia do jednoznacznych konkluzji. Jeszcze trudniej będzie oszacować popyt na CBDC w aspekcie hurtowym – co potwierdzają m.in. cytowane wyżej wyniki badań Banku Kanady. Można jedynie zakładać, że jego wzrost nastąpi za sprawą większego poczucia bezpieczeństwa, jakie powinien generować CBDC. Jedynymi podmiotami, które zechcą najprawdopodobniej pozostać przy pieniądzu depozytowym, będą podmioty objęte systemem gwarancyjnym depozytów. Warto zauważyć w ślad za autorami przywołanego opracowania [Meaning i in., 2021], że bank centralny będzie mógł wpływać na popyt na pieniądz za pomocą wspomnianej wcześniej nierówności: %SB – %NIF > 0. Innym z kolei sposobem oddziaływania na popyt na CBDC może być dostosowywanie wielkości kwoty środków pieniądza depozytowego, objętych wspomnianym wyżej systemem gwarancyjnym. Podejście to wydaje się sensownym rozwiązaniem na wypadek stopniowego wprowadzania CBDC, czyli rozłożonej w czasie kohabitacji między CBDC a pieniądzem występującym obecnie.

Co zatem zmieniłoby wprowadzenie CBDC z perspektywy prowadzonej polityki pieniężnej? Przy założeniu pełnej wymienialności CBDC do waluty cyfrowej miałyby dostęp także inne instytucje finansowe niż banki posiadające rachunek w banku centralnym. Poszczególne podmioty będą najprawdopodobniej preferować przewagę CBDC nad mimo wszystko mniej bezpiecznym pieniądzem depozytowym. Wzrost ten byłby pochodną wymienności między CBDC a depozytami, która byłaby jednak raczej mocno ograniczona w przypadku gospodarstw domowych, gdyż ich depozyty są w dużym stopniu objęte gwarancjami. Inaczej przedstawia się sprawa przedsiębiorstw oraz innych instytucji, które pozostają poza gwarancyjnym schematem ubezpieczeniowym. W ich przypadku zastosowanie CBDC przynosi takie same korzyści jak depozyty wspomnianych już podmiotów gospodarczych z tą różnicą, że CBDC jest pozbawione ryzyka kredytowego. Ta właśnie cecha CBDC powinna być czynnikiem przemawiającym na rzecz jego zwiększonego popytu ze strony instytucji nieposiadających dotychczas dostępu do lokowania pieniędzy w banku centralnym.

Oszacowanie wzrostu popytu na pieniądz pod wpływem wprowadzenia CBDC będzie zależeć także od stosowanego wariantu implementacji polityki pieniężnej. Chodzi o wybór między wariantem korytarzowym (stosowanym przed rozpoczęciem polityki luzowania ilościowego) a tzw. wariantem podłogowym (jaki stał się powszechną normą po uruchomieniu luzowania ilościowego) [Bernanke, 2022].

W przypadku rozwiązania korytarzowego można spodziewać się, że wzrost popytu na CBDC będzie równoważony odpowiednim przyrostem sumy bilansowej banku centralnego.

Nieco inaczej może wyglądać kwestia zastosowania rozwiązania podłogowego, będącego pochodną luzowania ilościowego. Skutkiem niekonwencjonalnej polityki pieniężnej (w skład której wchodzi wspomniane luzowanie ilościowe) jest sytuacja, w której instytucje mające dostęp do rachunku w banku centralnym trzymają na nim więcej środków, niż by tego rzeczywiście chciały.

Z drugiej strony mamy instytucje, które są pozbawione możliwości inwestowania swoich nadwyżek w banku centralnym. Wprowadzenie w tym przypadku CBDC wygenerowałoby przepływ w obu kierunkach. Z jednej strony, dotyczyłoby to przepływu środków ze strony tych, którzy nie mogą deponować pieniędzy w banku centralnym, na rzecz tych, którzy mają taką możliwość. Z drugiej strony, banki mające dostęp do rachunku w banku centralnym zdecydowałyby się najprawdopodobniej przesunąć część swojej nadwyżki w kierunku aktywów mniej bezpiecznych (a więc oferowanych przez sektor pozabankowy), generujących za to większą dochodowość (będącą pochodną wzrostu ryzyka). Tym samym wzrost sumy bilansowej banku centralnego – przy zastosowaniu rozwiązania podłogowego – byłby różnicą między popytem na CBDC ze strony instytucji niemających dostępu do rachunku w banku centralnym a skalą wyprzedaży rezerw ze strony instytucji posiadających taki rachunek. Równanie to należałoby jeszcze skorygować o efekt substytucji CBDC na gotówkę ze strony instytucji pozbawionych dostępu do rachunku w banku centralnym.

Kolejną pochodną wyżej opisanych zmian może być uczynienie popytu na pieniądz jeszcze mniej stabilnym. Realizacja takiego scenariusza zależeć jednak będzie od tego, czy popyt na CBDC byłby skorelowany z popytem na tradycyjny pieniądz (tj. występujący do tej pory). Jeżeli taka korelacja byłaby dodatnia, doszłoby do destabilizacji zagregowanego popytu na pieniądz. Im większy jest bowiem popyt na pieniądz, tym bardziej rośnie prawdopodobieństwo jego destabilizacji wywołanej wzrostem podaży CBDC. Byłoby to duże wyzwanie dla władz monetarnych w przypadku odwoływania się do rozwiązania korytarzowego za sprawą większej ingerencji (operacji otwartego rynku) ze stron władz monetarnych w celu utrzymania stabilności na międzybankowym rynku pieniężnym. Mogłoby dojść do powtórzenia się perturbacji z końca lat 80. ubiegłego stulecia, kiedy pierwsza fala innowacji technicznych w dziedzinie finansów zdestabilizowała ówczesny popyt na pieniądz. Utrata takiej kontroli w dobie rosnącej inflacji mogłaby okazać się brzemienna w skutkach. Z kolei w przypadku negatywnej korelacji między CBDC a tradycyjnym popytem na pieniądz zagregowany popyt okazałby się

prawdopodobnie wręcz stabilniejszy. Jest rzeczą niemal niemożliwą przewidzieć to, czy bankom centralnym uda się doprowadzić do urzeczywistnienia tego drugiego wariantu, czyli negatywnej korelacji między popytem na CBDC a popytem na tradycyjny pieniądz. Dlatego sama możliwość wystąpienia omawianego wyżej ryzyka destabilizacji popytu na pieniądz może zniechęcać banki centralne do wprowadzania CBDC w życie.

14.8. CBDC a działania na rzecz walki z inflacją

W publikacji poświęconej dziedzictwu systemu z Bretton Woods nie można pominąć wątku dotyczącego inflacji. Rzecz w tym, że, jak już wcześniej wspominano (podrozdział 14.4), okres intensyfikacji prac nad CBDC zbiegł się w czasie ze znaczącym (największym od około 40 lat) okresem wysokiej inflacji, co niesie siłą rzeczy skojarzenia z okresem, jaki nastąpił bezpośrednio po upadku Systemu z Bretton Woods. Innym wspólnym mianownikiem tych zjawisk są szoki podażowe wywołane kryzysami energetycznymi. Oczywiście obok podobieństw istnieje szereg różnic między obecnymi wyzwaniami inflacyjnymi a tymi sprzed 50 lat. Za sprawą wielu reform podażowych dzisiejsza gospodarka wydaje się bardziej odporna na inflację niż pół wieku temu [Kosse, Mattei, 2022]. Nieporównywalnie gorsza sytuacja fiskalna dzisiejszej gospodarki nakazuje zaś bankom centralnym zachowywać wyjątkową ostrożność i rozważać wszelkie możliwości mogące przywrócić stabilny poziom cen. Tym samym powstaje pytanie, czy CBDC może okazać się pomocne w walce z inflacją.

Analiza mechanizmów transmisyjnych różnych banków centralnych wskazuje na to, że nie zawsze udaje im się utrzymać rynkowe stopy procentowe (nawet w bardzo krótkim okresie) wewnątrz wyznaczonego przez siebie korytarza. Przykładem takiej sytuacji może być tzw. segment zabezpieczony rynku pieniężnego w strefie euro. W dobie niskiej inflacji taki układ nie stanowił dużego niebezpieczeństwa z perspektywy stabilności cenowej. W warunkach rosnącej presji inflacyjnej wspomniane wyżej zjawisko może już jednak utrudniać działania antyinflacyjne ze strony banku centralnego.

Powszechny i nieskrępowany dostęp do CBDC uczyniłby tzw. dolną granicę korytarza stopy procentowej (w warunkach nadpłynności) bardziej stabilną[12]. Do tej pory (jak pokazuje przykład wybranych krajów stosujących takie rozwiązanie)

[12] W warunkach niedoboru płynności CBDC przyczyniłoby się najprawdopodobniej – jeśli odwołać się do tego samego wywodu co w przypadku nadpłynności – do wzmocnienia sufitu korytarza procentowego.

dochodziło i nadal dochodzi do dyskryminującego oddziaływania między tymi uczestnikami rynku pieniężnego, którzy posiadali dostęp do oprocentowanego rachunku banku centralnego, oraz tymi, którzy takiego dostępu nie mieli. Dlatego ci ostatni stawali się i nadal pozostają skłonni do zawierania transakcji poniżej poziomu wyznaczonego przez bank centralny. Powszechny dostęp do CBDC uczyniłby natomiast zjawisko takiej dyskryminacji rzeczą praktycznie niemożliwą (albo by ją znacząco utrudnił).

Co ważniejsze, presja ze strony posiadających już dostęp do rachunku w banku centralnym NIF-ów zmusi banki komercyjne do walki o nowe depozyty ze strony klientów. Efektem wytężonych starań ze strony jak dotąd uprzywilejowanego sektora bankowego stanie się oferowanie atrakcyjniejszego poziomu oprocentowania dla właścicieli depozytów. Będzie się to przejawiało znaczącym wzrostem stopy depozytowej, nawet – i zgodnie z tym, co napisano już wcześniej – powyżej stopy depozytowej banku centralnego. W przeciwnym razie banki nie będą (w obliczu mających dostęp do CBDC NIF-ów) przeciwstawiać się odpływowi (nawet pożyczonych przez nie) środków z systemu bankowego. Innymi słowy, aby sektor bankowy był w stanie dalej kreować pieniądz, podniesienie stopy depozytowej banku centralnego powyżej jego stopy referencyjnej wydaje się nieuchronne. Taki stan rzeczy mógłby paradoksalnie dodatkowo przyczynić się do rewizji naszego dotychczasowego pojęcia popytu na pieniądz. Zwłaszcza jeśli dodamy do tego wszystkiego wspomnianą możliwość oprocentowania gotówki cyfrowej (CBDC). Reasumując, kombinacja oprocentowanej gotówki cyfrowej oraz podniesienie poziomu stawki depozytowej banku centralnego powyżej stawki referencyjnej mogłyby nadać nowy wymiar staraniom banku centralnego w sprowadzaniu inflacji do pożądanego poziomu.

14.9. Inercja pieniądza oraz aspekty prawne kohabitacji

Okres kohabitacji (czyli okres współistnienia tradycyjnego pieniądza i CBDC) jest praktycznie nieomówiony w literaturze, co świadczy jedynie o bardzo wstępnym etapie badań nad CBDC. Swoistym wzorcem może być dualizm walutowy (bimetalizm), jaki istniał przed wprowadzeniem waluty złotej w latach 70. XIX w. Inny punkt odniesienia może stanowić układ w międzynarodowym systemie walutowym, kiedy – przede wszystkim w okresie międzywojennym – o status pieniądza powszechnie używanego walczyły dolar i funt szterling [James, 2009]. Są to jednak odległe czasy. Wydaje się, że bardziej współczesne ujęcie powinno uwzględniać doświadczenia we wprowadzaniu benchmarku dotyczącego stawki wolnej od ryzyka (np. stawka LIBOR).

Lekcje płynące z odchodzenia od stawki LIBOR wskazują, jak trudno jest przezwyciężyć przyzwyczajenia panujące wśród uczestników rynku [Kowalewski, 2019]. Chodzi już nie tylko o samą inercję uczestników, ale także o kwestie prawne. Te ostatnie można sprowadzić do pytania o to, co będzie działo się z kredytami zaciągniętymi w pieniądzu depozytowym. Analogiczne pytanie będzie dotyczyć długoletnich obligacji, a konsol – w szczególności. Zagadnienie to ma jednak charakter prawny i wybiega wyraźnie poza ramy merytoryczne tego opracowania.

Całkowite i natychmiastowe zastąpienie dotychczasowego pieniądza bankowego przez CBDC wydaje się mało prawdopodobne czy wręcz niemożliwe w dającej się przewidzieć przyszłości. Bliższe poznanie daty wprowadzenia CBDC oznaczałoby jeszcze większe zapotrzebowanie na badania nad okresem przejściowym oraz znalezienie przede wszystkim odpowiedzi na pytanie, czy kohabitacja nie doprowadziłaby do zerwania z kryterium wymienialności 1:1 (między pieniądzem pochodzącym z dokonywanych przez sektor bankowy operacji a samym CBDC).

14.10. Zakończenie

Prace nad CBDC stały się odpowiedzią ze strony banków centralnych na powstanie i szybki rozwój kryptowalut. Ocena rozpoczętych prac zależy od zastosowanego kryterium. Inaczej będzie ona wypadać, jeśli za kryterium przyjmiemy istniejący system płatności czy nawet stabilizację systemu finansowego, a inaczej, gdy odniesiemy ją do kryterium polityki pieniężnej. Jak na razie działania na rzecz uwzględnienia CBDC w mechanizmie transmisyjnym są na etapie zalążkowym i nic nie wskazuje na rychłą zmianę takiego stanu rzeczy.

Na początku niniejszego rozdziału postawiono pytanie, czy banki centralne będą w stanie uchronić swój monopol na emisję pieniądza. Rzecz jasna, że udzielenie odpowiedzi na tak sformułowane pytanie jest dziś niemal niemożliwe (nie wspominając już o gwarancji, że tak się stanie).

Nie oznacza to jednak zaniechania dalszych badań nad tym zagadnieniem. Wprowadzenie CBDC może być dobrą okazją do zmodyfikowania dotychczas funkcjonującego dwupoziomowego systemu bankowego. Chodziłoby przede wszystkim o rozszerzenie tego pierwszego ogniwa mechanizmu transmisyjnego o instytucje inne niż instytucje sektora bankowego. Przy obecnym stadium rozwoju i stanie wiedzy na temat CBDC dokonywanie zmian w tymże mechanizmie nie wydaje się ani pożądane, ani bezpieczne z punktu widzenia jego prawidłowego funkcjonowania. Niemniej temat ten powinien być przedmiotem dalszych pogłębionych badań i analiz.

Fakt wkomponowania w przyszłości CBDC w mechanizm transmisyjny na pewno powinien bankom centralnym ułatwić zachowanie monopolu na emisję pieniądza. Na rzecz tak sformułowanej tezy przemawiają procesy zachodzące w świecie kryptowalut. Jak pisze Prasad [2021] we wspomnianej już książce *Future of Money*, jedynymi kryptowalutami cechującymi się stabilnością (z punktu widzenia swojej wartości) są te kryptowaluty, które mają swoje pokrycie w rezerwach denominowanych w pieniądzu fiducjarnym (stablecoins).

Idąc w ślad za cytowanym już Prasadem, należy stwierdzić, że być może jesteśmy świadkami swojego rodzaju ironii w dziejach międzynarodowego systemu walutowego. Rzecz w tym, że za powstaniem kryptowalut kryły się dwa główne powody. Po pierwsze, oddolna inicjatywa sprowadzająca się do urzeczywistnienia chęci uniezależnienia się od ukształtowanych przez wieki i tradycję, odgórnie sterowanych organów państwowych, reprezentowanych zarówno przez banki centralne, jak i przez szeroko rozumiany nadzór finansowy. Po drugie, krytpowaluty miały też zagwarantować pożądane przez wielu poczucie anonimowości oraz prywatności.

Ironia kryptowalut może polegać na tym, że nie tylko oba wspomniane wyżej cele nie zostaną osiągnięte, ale też że za sprawą swojego szybkiego rozwoju kryptowaluty zdążyły wywołać już reakcję banków centralnych w postaci prac nad CBDC. Jeżeli to rozwiązanie sprawdzi się w praktyce, to najprawdopodobniej dojdzie do jeszcze większego wzmocnienia znaczenia wyżej wymienionych organów państwowych. Taki stan rzeczy może przy okazji jeszcze bardziej ograniczyć pole działania na rzecz zachowania anonimowości oraz prywatności.

Aby supremacja pieniądza fiducjarnego została jednak zachowana, pełna implementacja CBDC musi zakończyć się sukcesem. Dlatego szeroko rozumiane władze monetarne nie mogą pozwolić sobie na jakiekolwiek ryzyko zachwiania – i tak już nieco nadwyrężonego (za sprawą chociażby wielkiego kryzysu finansowego z 2008 r.) – zaufania do emitowanego przez siebie pieniądza fiducjarnego. Ogromna niestabilność świata kryptowalut ułatwia bankom centralnym zachowanie dotychczasowego monopolu [Molchan, 2021]. Aby stało się to jednak w pełni możliwe, należy uznać wkomponowanie powstającego na naszych oczach CBDC w mechanizm transmisyjny za przedsięwzięcie o pierwszorzędnym znaczeniu.

Bibliografia

Ahnert, T., Assenmacher, K., Hoffmann, P., Leonello, A., Monnet, C., Porcellacchia, D. (2022). The Economics of Central Bank Digital Vurrency, *ECB Working Paper Series*, 2713.

Ashworth, J., Goodhart, C.A.E. (2020). The Surprising Recovery of Currency Usage, *International Journal of Central Banking*, 16(3), s. 239–277.

Assenmacher, K., Krogstrup, S., (2018). Monetary Policy with Negative Interest Rates: Decoupling Cash from Electronic Money, *IMF Working Paper*, WP/18/191.

Barrdear, J., Kumhof, M. (2016). The Macroeconomics of Central Bank Issued Digital Currencies, *Bank of England Staff Working Paper*, 605.

Bech, M., Malkhovoz, A. (2016). How Have Central Banks Implemented Negative Policy Rates?, *BIS Quarterly Review*, March.

Bernanke, B. (2022). *21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19*. New York: W.W. Norton & Company.

BIS (2017). *Central Bank Crypto Currency*, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709f.htm (dostęp: 17.09.2017).

Bundesbank (2017). *Distributed-Ledger-Technologien im Zahlungsverkehr und in der Wertpapierabwicklung: Potenziale und Risiken, Monatsbericht*, https://www.bundesbank.de/resource/blob/665446/cfd6e8fbe0f2563b9fc1f48fabda8ca2/mL/2017–09-distributed--ledger-technologien-data.pdf (dostęp: 18.09.2017).

Danmarks Nationalbank (2022). *New Types of Digital Money*, https://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2022/06/ANALYSIS_no%208_New%20types%20of%20digital%20money.pdf (dostęp: 23.06.2022).

Dyson, B., Hodgson, G. (2016). *Why Central Banks Should Start Issuing Electronic Money*, https://positivemoney.org/wp-content/uploads/2016/01/Digital_Cash_WebPrintReady_20160113.pdf (dostęp: 13.01.2016).

EBC (2020). *Financial Integration and Structure in the Euro Area*, March.

Engert, W., Fung, B.S.C. (2017). Central Bank Digital Currency: Motivations and Implications, *Bank of Canada Staff Discussion Paper*, 16.

Gürtler, K., Nielsen, S.T., Rasmussen, K., Spange, M. (2017). Central Bank Digital Currency in Denmark?, *Analysis*, 28.

Igan, D., Kohlscheen, E., Nodari, G., Rees, D. (2022). Commodity Market Disruptions, Growth and Inflation, *BIS Bulletin*, 54.

James, H. (2009). *The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle*. Cambridge: Harvard University Press.

Kahn, C.M., Oordt, van M.R.C., Zhu, Y. (2022). Best Before: Personal Loss Recovery for Offline Digital Cash, *VoxEU CEPR*, February.

Keating, T., Macchiavelli, M. (2018). *Interest on Reserves and Arbitrage in Post-Crisis Money Markets*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Economic Research – Fed Notes, March.

Keegan, W., Marsh, D., Roberts, R. (2017). *Six Days in September: Black Wednesday, Brexit and Making of Europe*. OMFIF Press.

Kosse, A., Mattei, I. (2022). Gaining Momentum – Results of the 2021 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies, *BIS Papers*, 125.

Kowalewski, P. (2019). *Trudne pożegnanie z LIBOR-em*, https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/trudne-pozegnanie-z-libor-em/ (dostęp: 22.03.2019).

Krueger, M. (2008). *Innovation in the Payment System and the Future of Money*, https://www.researchgate.net/publication/304075304_Innovation_in_the_Payment_System_and_the_Future_of_Money (dostęp: 1.01.2008).

Li, J. (2021). Predicting the Demand for Central Bank Digital Currency: A Structural Analysis with Survey Data, *Bank of Canada Staff Working Paper*, 65.

Meaning, J., Dyson, B., Barker, J., Clayton, E. (2021). Broadening Narrow Money: Monetary Policy with a Central Bank Digital Currency, *International Journal of Central Banking*, 17(2), 1–42.

Molchan, Y. (2021). *CBDCs Will Eventually Kill Bitcoin – Edward Chancellor Explains Why*, https://u.today/cbdcs-will-eventually-kill-bitcoin-edward-chancellor-explains-why (dostęp: 13.05.2021).

Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, https://bitcoin.org/bitcoin.pdf (dostęp: 28.11.2022).

Panetta, F. (2022). *Central Bank Digital Currencies: Defining the Problems, Designing the Solutions*, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220218_1~938e881b13.en.html (dostęp: 18.02.2022).

Prasad, E. (2021). *The Future of Money, How the Digital Revolution Is Transforming Currencies and Finance*. Cambridge: Harvard University Press.

Riksbank (2017). *The Riksbank's e-Krona Project. Report 1*, https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/e-krona/2017/rapport_ekrona_uppdaterad_170920_eng.pdf (dostęp: 20.09.2017).

Riksbank (2018). *The Riksbank's e-Krona Project. Report 2*, https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/e-krona/2018/the-riksbanks-e-krona-project-report-2.pdf (dostęp: 28.11.2022).

Riksbank (2021). *E-krona Pilot Phase 1*, https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/e-krona/2021/e-krona-pilot-phase-1.pdf (dostęp: 28.11.2022).

Riksbank (2022). *E-krona Pilot Phase 2*, https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/e-krona/2022/e-krona-pilot-phase-2.pdf (dostęp: 28.11.2022).

Terraciano, T., Somoza, L. (2020). *Central Bank Digital Currency: The Devil Is in the Details*, https://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2020/05/26/central-bank-digital-currency-the-devil-is-in-the-details/ (dostęp: 26.05.2020).

CENTRAL BANK DIGITAL CURRENCY AND MONETARY POLICY: OPERATIONAL ASPECTS

Abstract

Ever lower interest rates (sometimes even negative) until recently brought about an erosion of confidence in fiduciary money and prompted a search for its alternatives. One of them are cryptocurrencies, whose fast and unregulated development can even pose a threat of annihilation to the classical two-tier banking system. The central bank digital currency (CBDC) is the response of monetary authorities to this particular challenge. The paper discusses the impact of the CBDC on the transmission mechanism of monetary policy, in particular its operational aspects. Research on this particular issue is in its early stages. Therefore, preliminary, tentative results only prove that the impact of the CBDC on the transmission mechanism (especially in its stage involving the central bank and commercial banks) remains rather unknown and subsequently it should be a focus of further research.

Keywords: CBDC, two-tier banking system, monetary policy operations, monetary transmission mechanism

JEL Classification: E12, E42, E51, E52, E58, F33, F41

Rozdział 15

ZŁOTO JAKO ELEMENT REZERW DEWIZOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH W OBLICZU ZIELONEJ I CYFROWEJ REWOLUCJI[1]

Kamilla Marchewka-Bartkowiak, Paweł Marszałek

Abstrakt

Ostatnia dekada przyniosła wzrost zainteresowania banków centralnych złotem jako elementem rezerw dewizowych. Na koniec 2021 r. instytucje te utrzymywały w rezerwach 35,6 tys. ton złota, co stanowiło około 15% światowego wydobycia. Zainteresowanie złotem jako aktywem rezerwowym nie słabło ze względu na korzystne uwarunkowania zarówno rynkowe, jak i makroekonomiczne, przekładające się na relatywnie niskie ryzyko inwestycyjne. Duże znaczenie miały i mają tu również czynniki geopolityczne, a także powstające teorie i swoiste sentymenty związane z powrotem do systemów pieniężnych opartych na pieniądzu towarowym. Jednocześnie pojawiają się nowe wyzwania związane z tzw. zieloną rewolucją, w której banki centralne będą odgrywały ważną rolę jako kluczowe ogniwa tworzonych już systemów bezpieczeństwa finansowego czy monitorowania ryzyka makroostrożnościowego. W tym kontekście warto spojrzeć na złoto w dwójnasób: z jednej strony jak na towar, którego produkcja wiąże się z emisją CO_2, z drugiej zaś jak na tradycyjny, konwencjonalny składnik rezerw, którego substytutem może być np. aktywo cyfrowe. Rozwój tych ostatnich wiąże się z inną rewolucją – rewolucją cyfrową.

Celem prezentowanych rozważań jest próba udzielenia odpowiedzi na dwa pytania, a mianowicie: 1) czy w świetle opracowywanych przez rozmaite podmioty (w tym banki centralne) planów walki ze zmianą klimatu złoto powinno być nadal włączane do

[1] Projekt finansowany w ramach programu Ministra Edukacji i Nauki pod nazwą „Regionalna Inicjatywa Doskonałości" w latach 2019–2023 (nr projektu 004/RID/2018/19, kwota finansowania 3 mln PLN).

rezerw dewizowych oraz 2) czy waluty cyfrowe banków centralnych lub rozwiązania oparte na pieniądzu międzynarodowym (SDR), proponowane lub wprowadzane pilotażowo w ostatnich latach, mogłyby stanowić alternatywę dla tradycyjnego kruszcu jako tzw. złoto cyfrowe?

Niniejszy artykuł o charakterze dyskusyjnym ma stanowić asumpt do dalszych badań. Wykorzystano w nim metody jakościowe (analiza SWOT) oraz ilościowe (statystyczne), a także studium przypadków wybranych krajów oraz regionów.

Słowa kluczowe: banki centralne, rezerwy walutowe, waluty cyfrowe banków centralnych, zielone finanse, złoto, złoto cyfrowe, złoto emisyjne

Kody JEL: E42, E52, E58, F33, O33

15.1. Wprowadzenie

W dniu 15 sierpnia 1971 r. nastąpiło zawieszenie wymienialności dolara na złoto przez Stany Zjednoczone. W praktyce oznaczało to koniec pieniężnego systemu dolarowo-złotego, nazywanego systemem z Bretton Woods. Podejmowane w następnych latach próby modyfikacji tego systemu nie przyniosły rezultatu. Jak zaznacza Sedillot [2002], nawet jeżeli udało się wypracować jakieś ustalenia, to w praktyce rzadko ich przestrzegano. Poszczególne kraje coraz częściej dostosowywały politykę walutową jedynie do własnych potrzeb i warunków. Najpoważniejsza próba przywrócenia ładu w międzynarodowym systemie walutowym, tzw. Porozumienie Smithsoniańskie (*Smithsonian Agreement*) zawarte 18 grudnia 1971 r. w Waszyngtonie, nie przetrwała nawet dwóch lat. Po jego załamaniu się większość krajów wprowadziła kursy płynne, co wywołało nasilenie spekulacji, napływ kapitałów do krajów silnych gospodarczo i narastanie globalnej nierównowagi. Na to nałożyły się problemy ogólnogospodarcze, szoki naftowe i spowolnienie procesów wzrostowych [Garritsen de Vries, 1986; Eichengreen, 2019].

Nawet radykalne reformy systemu z Bretton Woods nie były w stanie zapobiec całkowitej zmianie i przebudowie stosunków pieniężnych. Działania Komitetu ds. Reformy Międzynarodowego Systemu Walutowego (tzw. Komitetu Dwudziestu) powołanego 26 lipca 1972 r., który po niespełna dwóch latach działania przekształcił się w tzw. Komitet Tymczasowy (Interim Committee), stanowiły jedną z ostatnich prób utrzymania *status quo*. Ustalenia podjęte na konferencji w Kingston, odbywającej się w dniach 7–8 stycznia 1976 r., sprowadzały się *de facto*, zdaniem Rączkowskiego [1984, s. 292], do „akceptowania stanu faktycznego, jaki się (...) wytworzył w ciągu burzliwych lat 70.".

W ramach ustaleń z Kingston przyjęto projekt całkowitej demonetyzacji złota i likwidacji systemu *par values* w państwach należących do Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW). Poszczególne kraje zyskały swobodę wyboru rozwiązań w zakresie kursu walutowego. Pojawił się wówczas tzw. system wielodewizowy. Działalność narodowych systemów pieniężnych została formalnie uwolniona od międzynarodowych aspektów i uwarunkowań dotyczących pieniądza. Po raz pierwszy w historii główne kraje wprowadziły standard niewymienialnego pieniądza papierowego nie jako rozwiązanie przejściowe, tymczasowe, lecz jako mechanizm systemowy.

Wystąpiła zatem sytuacja, w której pieniądz nie miał już żadnego powiązania z towarem, stając się na zawsze jednostką czysto fiducjarną. Tym samym zerwane zostały ostatnie więzi pieniądza ze złotem i nastąpiło przejście do systemów bankowości centralnej z pieniądzem niezależnym [Marszałek, 2014].

Można uznać, że w sposób formalny systemy te rozpoczęły działalność 1 kwietnia 1978 r., kiedy to nastąpiła oficjalna demonetyzacja złota w krajach należących do MFW. Zlikwidowano wówczas ostatnie więzi między kruszcem a narodowymi jednostkami pieniężnymi. Pieniądz towarowy przestał wtedy istnieć nawet formalnie [Knakiewicz, 2004].

Od tamtej pory trwają próby wypracowania koncepcji nowego, jednolitego systemu pieniężnego. Działania te, zakończone dotychczas niepowodzeniem (głównie z powodów politycznych, a także ekonomicznych, społecznych czy nawet kulturowych), zmierzały przy tym w wielu, często przeciwstawnych kierunkach, bazując na odmiennych koncepcjach i założeniach.

W ostatnich latach próby utworzenia (wypracowania) tzw. nowego Bretton Woods [Gallagher, Kozul-Wright 2022; Georgieva, 2020] nasiliły się. Są one następstwem problemów w funkcjonowaniu systemów finansowych poszczególnych państw, zaburzeń w międzynarodowych przepływach pieniężnych, prób zarówno pobudzenia światowej gospodarki oraz zapewnienia jej odpowiedniej płynności, jak i wypracowania pewnych wspólnych ram mających sprzyjać współpracy między poszczególnymi państwami w obliczu podnoszonego w literaturze końca „jednobiegunowego" świata [zob. np. Inkster, 2021; Góralczyk, 2021].

Charakterystyczne jest to, że w poszukiwaniu nowych rozwiązań zwrócono się ponownie w stronę pieniądza towarowego. Wynikało to z podnoszonego w literaturze zjawiska tzw. nieładu monetarnego (*monetary disorder*), wyrażającego się zwiększoną podatnością na kryzysy finansowe oraz niestabilnością cen[2] [Bernholz,

[2] Rosła też częstotliwość (a także koszty) występowania kryzysów finansowych. Z danych MFW [1998] wynika, że w samych tylko latach 1975–1997 miały miejsce 54 kryzysy bankowe i aż 158 kryzysów walutowych. Według Laevena i Valencii [2008] w latach 90. ubiegłego wieku wystąpiły 173

2003; Serval, Tranie, 2015]. Nieład monetarny postrzegano przy tym w dużym stopniu jako konsekwencję nieodłącznych problemów, niejako wbudowanych w konstrukcję powszechnych współcześnie systemów pieniężnych bankowości centralnej, w których jednostką pieniężną jest endogeniczny pieniądz fiducjarny, pozbawiony w zasadzie jakiegokolwiek limitu emisji.

Z tego względu jednym z nurtów w zakresie proponowanych reform monetarnych i instytucjonalnych były koncepcje nawiązujące – symbolicznie lub praktycznie – do ponownego wykorzystania złota jako kotwicy i fundamentu nowych systemów pieniężnych [Popper, 2012; Rickards, 2011, 2016; Selgin, 2020]. Rozwiązanie takie miałoby wyeliminować niedostatki systemów pieniężnych bankowości centralnej, przynosząc jednocześnie korzyści, jakie dawało oparcie sfery monetarnej na kruszcu.

Pewnym potwierdzeniem tego swoistego renesansu teorii kruszcowych były działania banków centralnych, które od 2010 r. zwiększyły rezerwy złota o 5,5 tys. ton. Na koniec 2021 r. oficjalne rezerwy złota wynosiły 35,6 tys. ton, co stanowiło ok. 15% jego światowego wydobycia [MFW, 2022]. Złoto ponownie stało się strategicznym aktywem, postrzeganym jako ważny składnik rezerw banków centralnych, którego wagę dodatkowo wzmocniła obserwacja oddziaływania sankcji nałożonych na centralny bank Rosji podczas agresji tego kraju na Ukrainę.

Problem jednak w tym, że oprócz tradycyjnych zadań i wyzwań, przed jakimi stają władze monetarne, w otoczeniu systemów pieniężnych pojawiły się nowe zjawiska, które trzeba uwzględnić przy projektowaniu konkretnych rozwiązań instytucjonalnych. Mogą one zakłócać działanie systemów pieniężnych zarówno tych obecnych, jak i postulowanych, wykorzystujących kruszec. Tym samym tradycyjnie podnoszone zalety (faktyczne oraz te raczej domniemane) złota jako pieniądza mogłyby nie zostać w pełni wyzyskane, a przebudowa istniejących systemów pieniężnych zmierzająca w stronę oparcia jednostki pieniężnej na kruszcu mogłaby okazać się kontrskuteczna.

Do takich zjawisk niewątpliwie należy zaliczyć kwestie związane z ochroną klimatu i dążeniami do zapewnienia możliwie niskiej emisyjności procesów gospodarczych. Zagadnienia te są jedną z najważniejszych sfer działania współczesnych decydentów, w tym również tych ze sfery pieniężnej i finansowej, co wiąże się z kon-

kryzysy. Dotykały one przy tym krajów o różnej specyfice i na różnym poziomie rozwoju. Co więcej, na początku XXI w. znowu pojawiła się w wielu krajach (w tym również w państwach członkowskich UE) znacząca zmienność poziomu cen. Jak informował Bernholz [2003], od 1970 r. nie było pieniądza państwowego, którego siła nabywcza pozostawałaby stabilna dłużej niż 30 lat. Najnowszą odsłonę tych tendencji można było zaobserwować na przełomie lat 2021–2022, kiedy to w większości krajów drastycznie wzrosła stopa inflacji.

cepcją zrównoważonych, zielonych finansów i tzw. zieloną rewolucją [Nordhaus, 2008; Schoenmaker, Schramade, 2018; Boitan, Marchewka-Bartkowiak, 2021].

W powyższym kontekście celem niniejszego opracowania jest próba udzielenia odpowiedzi na dwa pytania. Po pierwsze, rozważa się w nim, czy w świetle tworzonych przez rozmaite podmioty (w tym banki centralne) planów walki ze zmianą klimatu złoto powinno być nadal włączane do rezerw dewizowych. Po drugie, identyfikując niedostatki i wady takiego podejścia, podjęto próbę określenia, na ile waluty cyfrowe banków centralnych (*central bank digital currencies*, CBDC) lub oparte na pieniądzu międzynarodowym (dyskutowane lub wprowadzane pilotażowo w ostatnich latach) mogłyby stanowić alternatywę dla tradycyjnego kruszcu jako tzw. złoto cyfrowe, utrzymywane w postaci rezerw banków centralnych.

W rozdziale skupiono się przede wszystkim na strefie euro oraz działaniach podejmowanych w ramach zielonej i cyfrowej rewolucji przez Europejski Bank Centralny. Przesłanką takiego wyboru jest również reprezentatywność działań podejmowanych przez EBC w kontekście wdrożonych już podstaw prawnych i strategicznych, w tym Europejskiego Zielonego Ładu oraz Strategii Cyfryzacji Europy, a wśród nich pilotażowego programu odnoszącego się do koncepcji wdrożenia walut cyfrowych banków centralnych.

Realizacji powyższych celów podporządkowano strukturę opracowania. W pierwszej części zarysowano przesłanki utrzymywania złota jako elementu rezerw dewizowych. Przedmiotem części drugiej są aktualne tendencje w zakresie gromadzenia i utrzymywania złota przez banki centralne. Część trzecia dotyczy zjawiska zielonej rewolucji oraz działań proklimatycznych podejmowanych w zakresie finansów i pieniądza, mających chronić klimat i środowisko. W tym kontekście formułujemy – w kolejnej części – argumenty na rzecz systematycznej eliminacji złota jako elementu rezerw, a w części piątej rozważamy, na ile możliwe byłoby zastąpienie złota w roli aktywu rezerwowego przez będące elementem kolejnej, cyfrowej tym razem, rewolucji waluty cyfrowe (złoto cyfrowe). Całość rozważań wieńczy podsumowanie.

15.2. Przesłanki utrzymywania złota jako elementu rezerw dewizowych

Aż do upadku systemu z Bretton Woods złoto zajmowało centralne miejsce w systemach pieniężnych. Przez stulecia traktowano je jako ostateczną, najlepszą formę pieniądza. Wynikało to z tego, iż spełniało ono szereg wymogów stawianych jednostkom pieniężnym, takich jak trwałość, podzielność, łatwość przeno-

szenia czy, przede wszystkim, rzadkość. Dzięki temu, że wartość danej jednostki określała normatywnie ustalana jednostka wagowa czystego kruszcu, istniała ścisła zależność między wewnętrzną wartością danej jednostki pieniężnej, czyli jej wartością substancjonalną, a jej wartością w funkcji powszechnego ekwiwalentu. W powszechnym rozumieniu zapewniało to stabilność cen i, ogółem, stosunków monetarnych [por. Blaug, 2000; Jurek, 2011; Knakiewicz, 2011].

Począwszy od XIX w. wykształciła się w pełni (choć nierównomiernie w poszczególnych przestrzeniach monetarnych) swoista piramida rozmaitych form pieniądza. Pieniądzem ostatecznym ciągle jednak pozostawało złoto, mimo iż – wraz z postępującą dematerializacją i endogenizacją pieniądza – zaczęło ono stanowić mniejszość w ogólnej sumie zasobów pieniądza. Co więcej, mimo rosnącego udziału w obrocie papierowego pieniądza fiducjarnego i korzyści wynikających z jego stosowania powszechnie utrzymywało się przekonanie, że ostatecznym (i najpewniejszym) pieniądzem jest ciągle złoto. Stąd w tworzonych w następnych dekadach systemach pieniężnych nadal stanowiło ono główny punkt odniesienia, nawet jeżeli w praktyce udział tego kruszcu w transakcjach nie był już znaczący.

Odejście od złota jako pieniądza i głównego fundamentu systemu pieniężnego bardzo długo było wręcz niemożliwe do wyobrażenia. Jak ujął to Bernstein [2003, s. 265]:

> w krótkim okresie zaledwie pięćdziesięciu lat [...] międzynarodowy standard złota został owiany mitem oddziałującym znacznie szerzej niż tylko w znaczeniu dyscypliny nałożonej na swoich członków. Nigdy wcześniej złoto nie sprawowało tak absolutnej kontroli nad sprawami ludzi, nigdy też twardogłowi finansiści i mężowie stanu nie składali mu takich hołdów.

Dopiero upadek systemu z Bretton Woods zasadniczo zmienił znaczenie złota w międzynarodowym systemie monetarnym. Wykluczono mianowicie jego zastosowanie jako wspólnego mianownika powojennego systemu kursowego i podstawy ustalania wartości kursów walutowych. Innymi słowy, zakazano ustalania parytetu złota, który zastąpiono tzw. kursem centralnym. Zniesiono także oficjalną cenę złota i obowiązek jej stosowania w transakcjach między MFW a jego krajami członkowskimi. Przyjęto, iż MFW może sprzedawać złoto według obowiązujących cen rynkowych oraz przyjmować je jako spłatę pożyczki od kraju członkowskiego. MFW nie ma natomiast uprawnień do angażowania się w żadne inne transakcje złotem – takie jak pożyczki, leasing, operacje *swap* lub wykorzystanie złota jako zabezpieczenia – ani też uprawnień do kupowania złota [por. MFW, 2004; Eichengreen, 2019; Rączkowski, 1984].

Mimo tych nowych warunków i skokowej zmiany w sposobach i skali wykorzystania złota nie zmieniły się dwie kwestie. Po pierwsze, złoto ciągle postrzegane jest jako gwarant stabilności oraz jedyny w zasadzie czynnik mogący zapobiec tendencjom inflacyjnym [zob. Rickards, 2016; Middelkoop, 2016; Rothbard, 2007]. Można przy tym zaobserwować swoisty renesans teorii i poglądów dotyczących powrotu do złota i przebudowy pod tym kątem istniejących systemów monetarnych. Ich autorzy uważają, że tylko ponowne oparcie systemów pieniężnych na złocie pozwoli wyeliminować niedostatki systemów bankowości centralnej opartych na pieniądzu fiducjarnym, pozbawionym – przy obecnym kształcie instytucjonalnych podstaw kreacji pieniądza – w zasadzie jakiejkolwiek granicy emisji [Soto, 2009; Sechrest, 2008; Sumner, 2021; White, 2008; Yaacob, 2012].

Po drugie, złoto nadal pozostaje ważnym aktywem rezerwowym, stanowiąc istotny składnik rezerw dewizowych poszczególnych krajów. Rezerwy te odgrywają zasadniczo bardzo dużą rolę w gospodarce każdego państwa, niezależnie od jego wielkości i poziomu rozwoju gospodarczego[3]. Ich poziom oraz kształtowanie się są silnie związane z działaniem systemu finansowego oraz monetarnego danego państwa, co rzutuje z kolei na jego pozycję konkurencyjną i możliwości funkcjonowania w wymiarze międzynarodowym.

W literaturze wymienia się rozmaite funkcje oraz motywy utrzymywania rezerw dewizowych, nazywanych również oficjalnymi aktywami rezerwowymi [zob. np. Eichengreen, Flandreau, 2016; Flanders, 1971; Moghadam, Ostry, Sheehy, 2011]. W szczególności uważa się, że rezerwy dewizowe pozwalają [MFW, 2021]:

- wspierać i utrzymywać zaufanie do polityki pieniężnej i kursowej danego kraju, w tym zdolności do interwencji na rzecz waluty krajowej lub unijnej;
- ograniczać podatność na zagrożenia zewnętrzne poprzez utrzymywanie płynności, pozwalającej na amortyzację wstrząsów w czasach kryzysu lub gdy dostęp do kredytów jest ograniczony, by w ten sposób:
  - zapewnić zaufanie rynków co do możliwości wywiązania się przez dany kraj ze swoich zobowiązań zewnętrznych;
  - wykazać wsparcie waluty krajowej aktywami zewnętrznymi;
  - pomagać rządowi w zaspokajaniu jego potrzeb walutowych i pożyczkowych; oraz
  - utrzymywać rezerwy na wypadek krajowych katastrof lub sytuacji nadzwyczajnych.

[3] Należy jednak pamiętać, że rola rezerw jest ograniczona w pewnych specyficznych warunkach instytucjonalnych.

Innymi słowy, można zatem uznać, iż rezerwy dewizowe służą przede wszystkim wzmocnieniu wiarygodności finansowej kraju, przyczyniając się do obniżenia kosztu finansowania na rynkach globalnych i zmienności kursu, a także do ograniczenia ryzyka gwałtownego odpływu kapitału. Można je wykorzystać w razie potrzeby do równoważenia sytuacji w bilansie płatniczym oraz zapewnienia (przywrócenia) stabilności rynków finansowych lub sektora bankowego w przypadku znacznych zaburzeń ich funkcjonowania, co wiąże się z dokonywaniem interwencji walutowych.

Z uwagi na ich znaczenie kluczowe jest właściwe zarządzanie rezerwami dewizowymi. Szczegółowa analiza tego procesu wykracza poza ramy niniejszego opracowania[4]. Należy jednak wskazać, iż zasadniczo nie istnieje jeden model zarządzania rezerwami dewizowymi przez banki centralne. Wskazuje się natomiast na trzy podstawowe cele tego procesu. Są nimi: bezpieczeństwo inwestycji, ich płynność oraz stopa zwrotu z inwestycji (dochodowość)[5]. Mogą się one jednak różnić między sobą ze względu na nadawane im priorytety[6].

Z perspektywy osiągnięcia tych celów znaczenie ma zarówno poziom aktywów rezerwowych, jak i ich struktura. Z jednej strony, jak podkreśla Zaleska [2020], zbyt niski poziom tych rezerw zagraża stabilności finansowej państwa i naraża jego walutę na ataki spekulacyjne. Z drugiej strony, utrzymywanie wysokich rezerw wiąże się z kosztami – konkretnymi oraz alternatywnymi. Sama struktura rezerw będzie z kolei rzutować na osiągnięcie założonych celów w zakresie ich płynności, bezpieczeństwa czy rentowności rezerw. Chodzi tu bowiem o właściwą dywersyfikację rezerw w sytuacji, gdy poszczególne ich elementy wiążą się z różnymi kosztami, płynnością, odmiennym ryzykiem oraz horyzontem czasowym.

W tym kontekście warto zwrócić uwagę właśnie na złoto, mimo iż współcześnie nie stanowi ono najbardziej znaczącego elementu rezerw dewizowych. Ciągle jednak wzbudza duże – znacznie większe niż mogłoby to wynikać z kształtowania się wielkości i wartości zgromadzonych zasobów kruszcu – zainteresowanie. Jest to pochodną zarówno sygnalizowanych sentymentów i emocji związanych

4 Precyzyjny zbiór zaleceń w tym zakresie przedstawił MFW [2021].

5 W tym kontekście zarządzanie rezerwami walutowymi różni się więc od zarządzania aktywami przez banki komercyjne, które w większym stopniu nastawione są na maksymalizację zysku i wartości rynkowej. Niemniej, rezultat zarządzania rezerwami walutowymi jest często jednym z podstawowych elementów kształtujących wynik finansowy (zysk lub stratę) banku centralnego.

6 Przykładowo dla NBP priorytetem w zarządzaniu rezerwami dewizowymi jest zapewnienie bezpieczeństwa inwestowanych środków oraz ich niezbędnej płynności. NBP [2021], spełniając te kryteria, podejmuje jednocześnie działania służące podwyższeniu dochodowości rezerw w horyzoncie długookresowym. EBC [2021] wskazuje natomiast, że, zarządzając rezerwami dewizowymi, stara się osiągnąć potrójny cel: płynność, bezpieczeństwo i zwrot z inwestycji, w tej właśnie kolejności.

ze złotem[7], jak i określonych zalet wiążących się z włączeniem tego kruszcu do rezerw dewizowych.

W szczególności warto podkreślić, iż złoto jest pozbawione ryzyka kredytowego wiążącego się z zadłużaniem i niewypłacalnością emitenta. Nie podlega też ryzyku walutowemu. W przypadku rezerw utrzymywanych w papierach dłużnych nominowanych w walutach obcych deprecjacja lub dewaluacja tych walut prowadzi do spadku wartości utrzymywanych w nich aktywów w walucie krajowej. Nie ma to jednak miejsca w odniesieniu do kruszcu, niezależnego od sytuacji danej waluty rezerwowej. Co więcej, wartość złota – w przeciwieństwie do stanowiących główny element rezerw dewizowych walut zagranicznych – nie zależy od jakości prowadzonej przez dany kraj polityki pieniężnej i fiskalnej. Ponadto właściwości fizyczne złota gwarantują w zasadzie jego trwałość i niezniszczalność. Wreszcie podaż tego kruszcu jest ograniczona, co sprawia, że traktuje się je często jako czynnik niegenerujący wahań cenowych. W przeciwieństwie bowiem do fiducjarnych walut rezerwowych nie można w sposób nieograniczony zwiększyć ilości złota (jak miało to na przykład miejsce w okresie stosowania polityki *quantitative easing*). Co za tym idzie, nie występuje także w tym przypadku inflacyjne finansowanie długu.

Z punktu widzenia dywersyfikacji rezerw złoto można rozpatrywać jako klasyczne aktywo określane mianem „bezpiecznej przystani" (*safe haven*). Oznacza to, że jego wartość wzrasta zwykle w sytuacji podwyższonego ryzyka wystąpienia finansowych bądź politycznych kryzysów lub zawirowań [Baur, Lucey, 2010][8]. Wynika to z tej cechy złota, jaką jest niski poziom korelacji z głównymi klasami aktywów i walutami rezerwowymi.

Uwzględniwszy przedstawione wyżej argumenty, podjęto próbę sporządzenia macierzy SWOT dotyczącej złota jako składnika rezerw dewizowych. Macierz taką przedstawiono w tabeli 15.1. Wynika z niej, że korzyści z utrzymywania złota w rezerwach wyraźnie przewyższają wiążące się z tym problemy. Ponadto z uwagi na niestabilne – wyrażające się serią kryzysów finansowych i gospodarczych – uwarunkowania zewnętrzne w ostatnich latach jeszcze bardziej wzrosło zapotrzebowanie na aktywo niepodlegające wahaniom rynkowym. W tym kontekście pojawia się pytanie o popyt na złoto ze strony utrzymujących je w rezerwach banków centralnych.

---

7 Można tu wskazać choćby na ożywione dyskusje dotyczące miejsca przechowywania rezerw złota, ich wyceny czy porównań wielkości rezerw złota danego kraju w skali międzynarodowej, postrzeganych jako manifestacja potęgi geopolitycznej.

8 Przykładem tego może być kryzys wywołany pandemią COVID-19. Wysoka niepewność i środowisko stóp procentowych bliskich zeru spowodowały zdecydowaną ucieczkę inwestorów do złota – w I połowie 2020 r. cena złota w przeliczeniu na USD wzrosła prawie o 17%, znacznie wyprzedzając wszystkie inne główne klasy aktywów.

Tabela 15.1. Złoto jako aktywo rezerwowe – analiza SWOT

Zalety	Wady
▪ ograniczona podaż, ▪ niezależność od polityki kursowej, monetarnej i fiskalnej ▪ aktywo *safe haven* ▪ nieobjęte ryzykiem politycznym ▪ aktywo cieszące się dużym zaufaniem i prestiżem ▪ element wzmacniający wiarygodność danego kraju ▪ trwały i niezniszczalny kruszec	▪ wysokie koszty przechowywania ▪ mała ilość, niedostosowana do obecnych potrzeb w zakresie płynności ▪ problemy związane z wyceną ▪ płynność ograniczona zawieranymi często z udziałem złota porozumieniami w zakresie obrotu oraz decyzjami dużych graczy ▪ możliwość spekulacyjnego odchylenia cen złota od jego wartości długookresowej
Szanse	**Zagrożenia**
▪ wzrost niepewności, sprzyjający utrzymywaniu tego rodzaju rezerw ▪ silne i wyraźne tendencje inflacyjne w wielu krajach ▪ wahania kursów walutowych	▪ coraz szersze wykorzystanie złota w procesach technologicznych, generujące nadmierny popyt ▪ coraz trudniejsze pozyskanie nowych zasobów złota

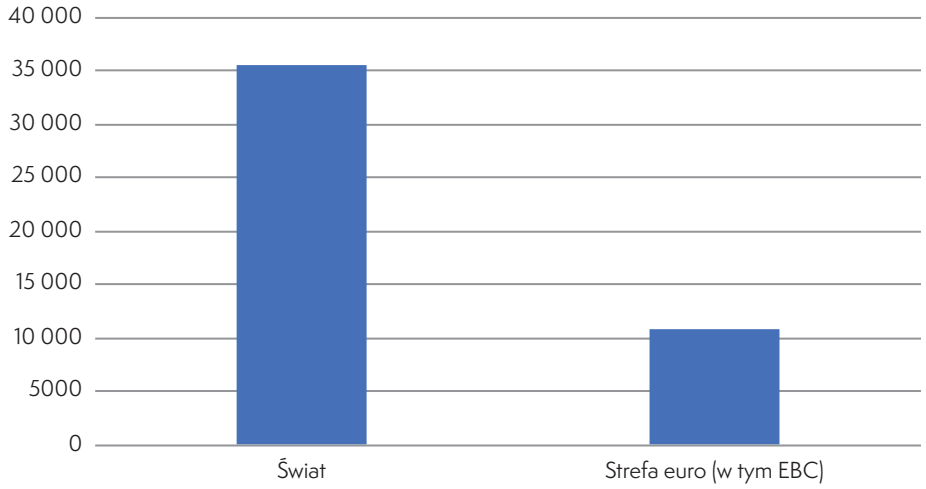
Źródło: opracowanie własne.

15.3. Tendencje w zakresie utrzymywania złota przez banki centralne

Jak wskazano już we wstępie, na koniec 2021 r. ilość wydobytego na świecie złota zgromadzonego w bankach centralnych wynosiła 35,6 tys. ton, z czego w bankach centralnych strefy euro (w tym w EBC) zgromadzonych było 10,1 tys. ton złota, co stanowiło ok. 30% światowych aktywów rezerwowych (rysunek 15.1). EBC zarządza rezerwami walutowymi wspólnie z pozostałymi krajowymi bankami centralnymi Unii Gospodarczej i Walutowej, będącymi w tym zakresie instytucjami wykonawczymi od 1 stycznia 1999 r.

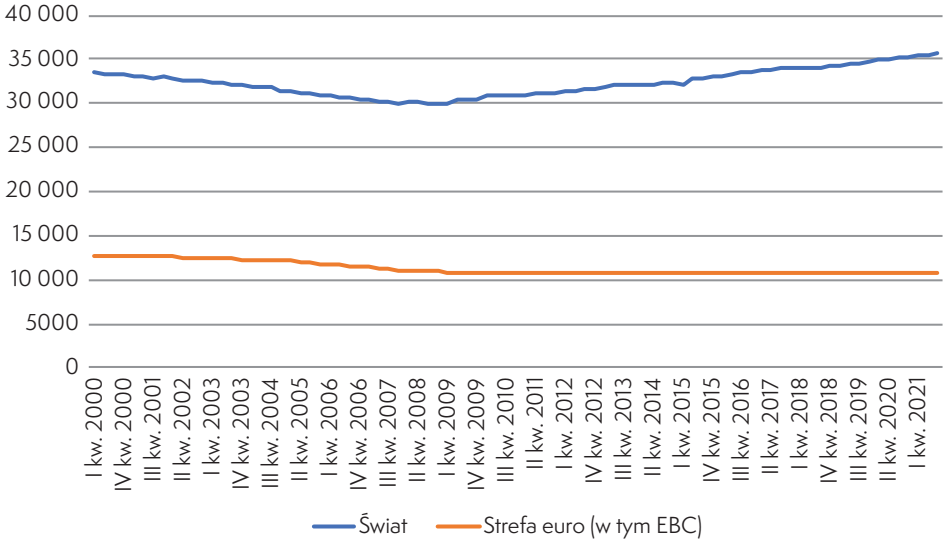
Od utworzenia strefy euro, a w szczególności od kryzysu finansowego z 2008 r., poziom złota monetarnego utrzymywanego w Eurosystemie pozostaje stabilny w przeciwieństwie do reszty świata, gdzie widoczny był w ostatnich latach systematyczny jego wzrost (rysunek 15.2). Do pierwszej piętnastki państw z najwyższym poziomem zgromadzonego złota, oprócz – tradycyjnie – banku centralnego Stanów Zjednoczonych oraz MFW, ze strefy euro wlicza się przede wszystkim EBC oraz banki centralne Niemiec, Włoch i Francji.

Rysunek 15.1. Złoto zgromadzone w bankach centralnych na koniec 2021 r. (tony)



Źródło: opracowanie na podstawie danych MFW [2022].

Rysunek 15.2. Złoto w bankach centralnych w latach 2000–2021 (tony)

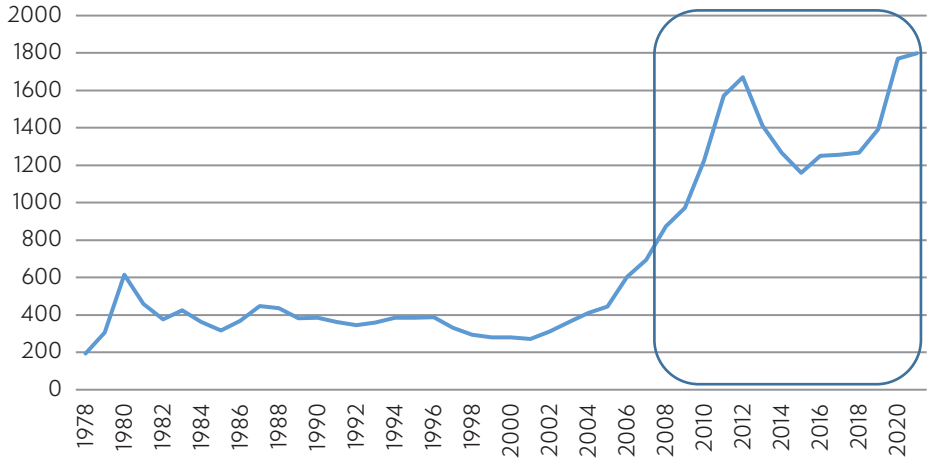


Źródło: opracowanie na podstawie danych MFW [2022].

Jak się wydaje, rola złota monetarnego, traktowanego w tradycyjnym podejściu do zarządzania aktywami rezerwowymi jako wspomniany już *safe haven asset*, szczególnie w okresie zwiększającej się niepewności na rynkach finansowych

(w tym głównie na rynku długu), powinna wzrastać, co znacząco wpłynie na realizację celu, jakim jest dochodowość rezerw walutowych. Od początku kryzysu finansowego, tj. od 2007 r., widoczny był wyraźny trend wzrostowy cen złota, zauważalny zresztą już w latach 70. XX w. Tylko między 2008 a 2020 r. cena złota wzrosła o około 1000 USD za uncję, osiągając poziom 1800 USD za uncję przy średniej cenie z lat 1978–2008 kształtującej się na poziomie 415 USD za uncję (rysunek 15.3).

Rysunek 15.3. Cena złota za uncję w latach 1978–2021 (USD)



Źródło: opracowanie na podstawie danych WGC [2022a].

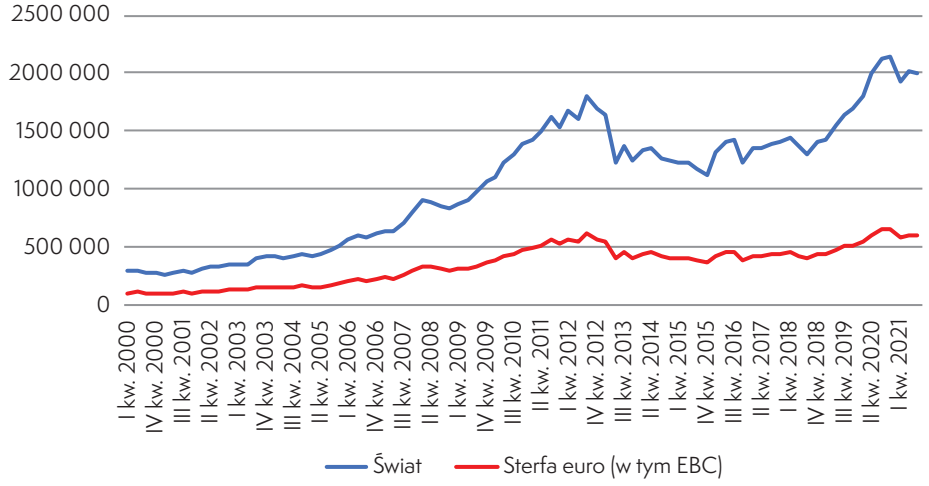
Uwzględniając zatem zmiany cen złota oraz przedstawione wyżej tendencje w zakresie wolumenu jego utrzymywania, należy zauważyć, iż od 2008 r. wzrasta wartość aktywów w złocie w rezerwach dewizowych banków centralnych[9]. W 2020 r., czyli w okresie wybuchu kryzysu pandemicznego, wartość światowego złota w rezerwach banków centralnych (niebieska linia) przekroczyła poziom 2 bln USD wobec średniego poziomu sprzed 2008 r., czyli około 600 mld USD. W przypadku krajów strefy euro (czerwona linia) wzrost wartości rezerw w złocie

[9] Znalazło to również wyraz w porozumieniach zawartych między bankami centralnymi krajów rozwiniętych i MFW w sprawie złota (*Central Bank Gold Agreement*, CBGA), pozwalających stabilizować ceny złota i koordynować jego skup i sprzedaż. Pierwszy tego typu układ zawarto w 1999 r., drugi – w 2004 r., trzeci – w 2009 r. W całym okresie obowiązywania porozumień krajowe banki centralne oraz MFW sprzedały ponad 207 ton złota, co stanowiło jedynie dziesiątą część zakładanej początkowo wartości. Był to pierwszy sygnał zmian zachodzących w podejściu do znaczenia złota jako składnika rezerw banków centralnych krajów rozwiniętych. Czwarte porozumienie, podpisane w 2014 r., okazało się, mimo wcześniejszych deklaracji, już ostatnim.

do poziomu ponad 500 mld USD w 2020 r. wynikał przede wszystkim ze wspomnianych już zmian cenowych (rysunek 15.4).

Reasumując, można wysunąć wniosek, iż w strefie euro – w odróżnieniu od tendencji utrzymujących się na świecie – złoto monetarne w rezerwach walutowych odgrywa ważną, choć nie strategiczną rolę. Analiza uwzględniająca ostatnie kryzysy (finansowy z 2008 r., zadłużeniowy z 2010 r. oraz pandemiczny z 2020 r.) wskazuje na raczej bierny sposób zarządzania rezerwami złota przez banki centralne wchodzące w skład Eurosystemu, jeśli wziąć pod uwagę obowiązujące założenie w kwestii utrzymania jego stabilnego poziomu i zmiany wartości wynikającej głównie z ich wyceny rynkowej.

Rysunek 15.4. Wartość złota w rezerwach dewizowych banków centralnych w latach 2000–2021 (mln USD)



Źródło: opracowanie na podstawie danych MFW [2022].

Relatywnie wysokie i – jak wskazano – rosnące znaczenie złota na świecie, w połączeniu z jego zaletami i stosunkowo nielicznymi wadami jako aktywa rezerwowego (zob. tabela 15.1), pozwalałoby sądzić, że nie ma powodów (ani przeszkód), by przestało ono stanowić ważny składnik oficjalnych aktywów rezerwowych. Sytuacja wygląda jednak inaczej, jeżeli uwzględni się niezwykle ważne i szeroko dyskutowane w ostatnich latach kwestie ochrony klimatu i czynników negatywnie nań wpływających, w tym zwłaszcza kontekst emisyjności rozmaitych form działalności gospodarczej i przemysłowej.

15.4. Wybrane aspekty zielonej rewolucji a eliminacja złota towarowego

W odróżnieniu od aktywów rezerwowych, mających obecnie głównie postać zapisów elektronicznych (waluty zagraniczne lub papiery dłużne), złoto w rezerwach walutowych banków centralnych ma charakter aktywa fizycznego (towarowego) utrzymywanego w specjalnie do tego przystosowanych skarbcach, wymagających stałego nadzoru, co stanowi odrębną, często dość złożoną i kosztochłonną, działalność. Złoto monetarne, podobnie jak złoto wykorzystywane w produkcji różnych towarów (np. biżuterii, elektroniki), jest zatem kruszcem (a tak naprawdę kopaliną) wydobywanym na całym świecie w krajach, w których jest ono dostępne.

Podobnie jak w przypadku kopalni węgla czy gazu sektor wydobycia złota ponosi to samo ryzyko związane z działalnością produkcyjną. Jednym z jego przejawów, ostatnio coraz szerzej analizowanym, jest ryzyko związane z emisją gazów cieplarnianych, będącą przede wszystkim efektem tej działalności. Jak wskazuje Światowa Rada Złota (World Gold Council, WGC), zrzeszająca przedstawicieli kopalni złota z całego świata[10], sektor wydobycia złota generuje rocznie 126 mln ton CO_2 (szacunki te uważa się jednak za ostrożne), z czego uwolnienie CO_2 do atmosfery następuje na dwóch głównych etapach, tj. produkcji oraz konsumpcji (tabela 15.2).

Tabela 15.2. Emisja CO_2 w sektorze wydobycia złota

Etapy	Etap produkcji			Etap konsumpcji
Poziom emisyjności	Poziom 1 Bezpośrednia emisja	Poziom 2 Pośrednia emisja (wykorzystanie energii w okresie wydobycia)	Poziom 3 Pośrednia emisja (dystrybucja, usługi)	Poziom 4 Pośrednia emisja przy zastosowaniu złota (m.in. produkcja biżuterii i elektroniki, inwestycje w złoto)
Emisja CO_2 rocznie (mln ton)	45	55	25	1
Udział w łącznej emisji (%)	36	43	20,9	0,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych WGC [2022a].

Prowadzone i publikowane w ostatnim czasie przez WGC szczegółowe analizy na temat emisyjności sektora wydobycia złota, w tym przyjęte w 2019 r. zasady odpowiedzialnego wydobycia złota (*Responsible Gold Mining Principles*, RGMPs) [WGC, 2022b], stanowią odpowiedź na coraz szersze zainteresowanie tym sekto-

[10] Obecnie 31 reprezentantów z 45 krajów, w których wydobywane jest złoto (dane WGC).

rem ze strony klientów, inwestorów, a także regulatorów i nadzorców w kontekście zasad raportowania ładu środowiskowego, społecznego i korporacyjnego (*Environment Social Governance*, ESG) oraz wdrażanych strategii i polityk klimatycznych.

Szczególnego znaczenia temat „złotych" aktywów nabiera w przypadku „zielonych" inwestycji finansowych o charakterze zrównoważonym, promowanych bardzo intensywnie przez regulatorów, zwłaszcza europejskich. Wprowadzone w sektorze finansowym Unii Europejskiej prawne standardy dostosowania w zakresie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem [Regulation (EU) 2019/208] oraz ram ułatwiających realizację zrównoważonych inwestycji (czyli tzw. taksonomii europejskiej) [Regulation (EU) 2020/852] wymagają obecnie uwzględnienia w decyzjach inwestycyjnych dodatkowego czynnika – oceny ryzyka klimatycznego (*carbon or climate risk*). Jak wskazują wyniki badania przeprowadzonego przez Global Sustainable Investment Alliance, w 2020 r. widoczne było rosnące zaangażowanie globalnej branży inwestycyjnej w zrównoważone inwestycje, które osiągnęły wówczas wartość 35,3 bln USD na pięciu głównych rynkach, co przełożyło się na piętnastoprocentowy wzrost w latach 2018–2020. Zrównoważone aktywa inwestycyjne wyniosły zatem łącznie 35,9% zarządzanych aktywów ogółem, co oznaczało dalszy wzrost z poziomu 33,4% osiągniętego już w 2018 r. [Global Sustainable Investment Alliance, 2020, s. 5].

W obliczu powyższej presji regulacyjnej i konieczności dostosowania operacyjnego nie dziwi fakt, iż sektor wydobycia złota wzmógł działania ukierunkowane na zapewnienie inwestorów finansowych, iż kopalnie złota są świadome konieczności wdrożenia dostosowań w zakresie działalności zrównoważonej środowiskowo, promując też złoto jako aktywo, które może być uwzględniane jako strategicznie niskoemisyjne (*low-carbon asset*) [Gold Fields, 2020]. Działania te mają stanowić też poparcie dla planów dalszego zwiększania podaży złota. Według danych WGC w 2023 r. ma ona wzrosnąć o kolejne 2,5% w relacji do poziomu obecnego[11].

W kontekście powyższych rozważań warto zatem podjąć dyskusję na temat strategicznych zasad klasyfikacji złota w portfelach inwestycyjnych oraz konieczności dalszego generowania popytu na nie przez instytucje finansowe. Należy bowiem uwzględnić fakt, iż niezależnie od tego, czy rynkowo złoto ocenia się jako bezpieczny i/lub dochodowy instrument inwestycyjny, jest ono towarem (aktywem) emisyjnym, który w relacji do innych aktywów finansowych powiązany jest wprost z negatywnym oddziaływaniem na środowisko i klimat.

[11] Złoto jest z pewnością ważnym komponentem przy produkcji niektórych towarów. WGC zapewnia, iż istnieją też szerokie możliwości wykorzystania tego kruszcu w wielu nowych branżach, również prośrodowiskowych (np. w budowie paneli słonecznych).

Coraz częściej wskazuje się, że banki centralne powinny odgrywać wiodącą rolę w promowaniu zrównoważonych finansów oraz inwestycji [Carney, 2015; Volz, 2017; Flaherty, 2021]. W tym celu powstała nawet odrębna platforma Network for Greening the Financial System (NGFS) zrzeszająca 114 członków, głównie przedstawicieli banków centralnych, krajowych nadzorców finansowych oraz międzynarodowe instytucje finansowe [NGFS, 2022]. Wiele z tych instytucji opracowało już lub wdraża właśnie standardy i zasady dotyczące oceny ryzyka klimatycznego w sektorze finansowym.

EBC [2022] był jednym z pierwszych banków centralnych, który wskazał na konieczność podjęcia w tym w zakresie jakichkolwiek działań, gdyż, jak to oceniono, „zmiany klimatu będą miały wpływ na stabilność cen". W tym celu przyjęte zostały harmonogram oraz wytyczne dotyczące zarządzania ryzykiem w kwestiach klimatycznych i środowiskowych (*climate-related and environmental risks*) [EBC, 2020].

Należy jednak zauważyć, iż w ramach zadań wskazywanych w obrębie zarządzania aktywami bilansu banku centralnego uwagę skupia się obecnie przede wszystkim na pozycji papierów dłużnych i ich „zazielenieniu" zarówno w kontekście instrumentów nabywanych przez bank centralny w operacjach otwartego rynku (w tym operacjach *quantitative easing*), jak i utrzymywanych w rezerwach walutowych [EBC, 2021; Flaherty, 2021]. W tym ostatnim przypadku wskazuje się wyraźnie, iż cel środowiskowy w zakresie zarządzania portfelem rezerw walutowych powinien być obecnie zrównoważony z tradycyjnymi celami, jakimi są płynność, bezpieczeństwo i dochodowość. Warto zatem zaznaczyć, iż „zielone" papiery wartościowe charakteryzują się pośrednim wpływem na cele klimatyczne (jako instrument finansowania „inwestycji zielonych") w odróżnieniu od złota jako aktywa towarowego, które w sposób bezpośredni oddziałuje na emisję CO_2. W tym przypadku różnica co do kategorii instrumentu inwestycyjnego z uwzględnieniem kryterium oddziaływania na klimat wydaje się zatem zasadnicza.

W związku z powyższym decyzje dotyczące wykorzystania „zielonych" obligacji w zarządzaniu aktywami rezerwowymi stanowią wypadkową wyboru (*trade off*) banków centralnych przede wszystkim między zrównoważeniem (*sustainability*) a dochodowością (*return*) oraz płynnością (*liquidity*), z kolei w przypadku złota jest to decyzja dotycząca głównie zrównoważenia (*sustainability*) *vs* bezpieczeństwa (*safety*).

W celu podsumowania niniejszej części opracowania przeprowadzono analizę SWOT w kontekście ograniczenia lub wycofania się banków centralnych z inwestycji w złoto towarowe jako instrument inwestycyjny w zarządzaniu rezerwami walutowymi w świetle jego emisyjności (tabela 15.3).

Tabela 15.3. Redukcja roli złota jako aktywa emisyjnego w rezerwach dewizowych banków centralnych – analiza SWOT

Zalety	Wady
▪ wycofanie się z inwestycji w złoto jako aktywa towarowego przyczyniającego się do bezpośredniej emisji CO_2 do atmosfery, a tym samym wpływającego bezpośrednio na wzrost ryzyka klimatycznego (*climate-related risk*) ▪ ograniczenie popytu inwestycyjnego oddziałującego na konieczność ciągłego zwiększania poziomu wydobycia w kopalniach usytuowanych zazwyczaj w krajach rozwijających się, w których znaczenie zmian klimatycznych i środowiskowych będzie coraz większe ▪ możliwość wdrożenia wiarygodnej i skutecznej klimatycznie strategii zrównoważonej polityki inwestycyjnej przez banki centralne (*climate change-related actions*) ▪ włączenie przez banki centralne zasad ograniczania inwestycji w złoto jako wytycznej skierowanej do instytucji finansowych o charakterze inwestycyjnym	▪ ograniczenie lub modyfikacja tradycyjnego podejścia do zarządzania rezerwami walutowymi, przede wszystkim w kontekście złota jako instrumentu bezpiecznego i relatywnie dochodowego w ramach obecnie dostępnych tradycyjnych aktywów rezerwowych, takich jak fiducjarne waluty zagraniczne czy papiery dłużne ▪ konieczność przygotowania kompleksowej analizy wyjścia z inwestycji w złoto i zmiany strategii inwestycyjnej zwiększającej znaczenie celu zrównoważenia środowiskowego portfela rezerw walutowych ▪ ograniczenie możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego do czasu wprowadzenia nowych „zielonych" i cyfrowych aktywów
Szanse	**Zagrożenia**
▪ ograniczenie i stopniowe wycofywanie się z inwestycji w złoto stworzy możliwość realnego wsparcia przez banki centralne i sektor finansowy wdrożenia strategii ochrony klimatu przed nadmierną emisją CO_2, co może zachęcić lub zwiększyć zaangażowanie w podejmowanie podobnych działań ze strony innych sektorów (w tym również podmiotów wykorzystujących złoto w produkcji) i szukanie „zielonych" zamienników ▪ modyfikacja zasad dywersyfikacji rezerw walutowych, uwzględniająca nowe rodzaje cyfrowych aktywów inwestycyjnych wykorzystujących najnowsze technologie, która przyczyni się do wsparcia strategii rozwoju cyfrowej gospodarki i cyfrowych finansów ▪ przyspieszenie prac nad wdrożeniem walut cyfrowych banków centralnych w świetle coraz szerszych planów ich zastosowania w praktyce (np. w Chinach)	▪ zbyt wąska interpretacja celów zrównoważonej polityki przez banki centralne i sektor finansowy, jedynie w kontekście „zielonych" papierów wartościowych i ich pośredniego oddziaływania na cele klimatyczne (jako źródło finansowania tzw. inwestycji „zielonych") ▪ niepoprawnie przeprowadzona analiza wycofania złota monetarnego z portfela aktywów rezerwowych w kontekście zmiany zasad jego dywersyfikacji ▪ ograniczony dostęp do instrumentów o charakterze „zielonym" i cyfrowym, uniemożliwiający skuteczną wymianę złota na inne, bezpieczne aktywa ▪ brak wdrożenia lub wycofanie się banku centralnego z realizacji celów związanych z polityką zrównoważonych finansów (inwestycji)

Źródło: opracowanie własne.

W świetle powyższych rozważań i przedstawionej analizy nasuwa się zatem pytanie, jakie aktywa odznaczające się nieemisyjnością mogłyby w przyszłości bezpiecznie zastąpić złoto monetarne i czy taką alternatywą mogą być waluty cyfrowe

banków centralnych. Można bowiem uznać, iż wykorzystanie „cyfrowego złota" jako elementu rezerw dewizowych mogłoby przyczynić się do realizacji strategicznych celów „zielonej" rewolucji.

15.5. Waluty cyfrowe jako potencjalny element rezerw walutowych

Kwestie cyfrowego pieniądza nie stanowią *novum*[12]. Zarówno w toczących się wśród akademików i praktyków dyskusjach, jak i w świadomości opinii publicznej taki pieniądz wiąże się jednak głównie z kryptowalutami. Jednostki te, stanowiące wyraz postępującej dematerializacji i cyfryzacji pieniądza, postrzega się – oprócz przypisywanej im funkcji aktywów inwestycyjnych – jako sposób na reformę i zwiększenie stabilności współczesnych systemów pieniężnych [Marszałek, 2019, 2021].

Z jednej strony kontrowersje i wątpliwości dotyczące różnych aspektów funkcjonowania zróżnicowanych form kryptowalut (w tym m.in. zmienność, problem zaufania czy wysoka emisyjność i koszty energetyczne), z drugiej zaś fakt, że postrzega się je czasem jako zagrożenie dla państwowego monopolu pieniężnego (w kontekście potencjalnej emisji własnych kryptowalut przez globalne korporacje, grupy interesów czy nawet społeczności lokalne), sprawiły, że kwestią tą zainteresowały się banki centralne. Instytucje te, dostrzegając zalety, jakie wiążą się z kryptowalutami i technologią, na której są one oparte, obserwując dynamiczny rozwój tych instrumentów oraz coraz większą ich popularność, a także próbując adaptować się do warunków tzw. nowej gospodarki (*new economy*)[13], podjęły prace nad wprowadzeniem własnych walut cyfrowych.

Badania i dyskusje nad koncepcjami i rozmaitymi aspektami emisji pieniądza banku centralnego w formie cyfrowej trwają od 2014 r., kiedy to działania w tym zakresie rozpoczął Ludowy Bank Chin. Natomiast od 2020 r. widoczny jest bardzo wyraźny wzrost zaangażowania poszczególnych banków centralnych w badania nad możliwością emisji wspominanych już CBDC. Wynika on przede wszystkim z dynamicznego rozwoju gospodarki cyfrowej na świecie (przyspieszonego dodatkowo pandemią COVID-19) oraz poszukiwania skuteczniejszych sposobów realizacji polityki pieniężnej.

---

12 Prekursorem w tym zakresie był twórca tzw. bitowego złota (*bit gold*) Nick Szabo, który – bez większych efektów – pracował nad tą koncepcją już w latach 1998–2005 [Popper, 2012].

13 Nową gospodarkę utożsamia się zazwyczaj z przejściem – wskutek wzrostu znaczenia wiedzy i informacji, rozwoju technologii ICT oraz komercjalizacji Internetu – z gospodarki przemysłowej do gospodarki opartej na technologii, z dominującą rolą usług.

Intensyfikacja prac analityczno-badawczych i pilotażowych (a w kilku przypadkach również wdrożeniowych[14]) dotyczących CBDC, postrzeganych jako sposób rozwiązania konkretnych problemów społeczno-gospodarczych poszczególnych państw, sprawia, że zainteresowanie tym instrumentem rośnie nie tylko wśród specjalistów, lecz zaczyna docierać także do coraz szerszego kręgu podmiotów. W szczególności w dyskusjach na arenie międzynarodowej coraz więcej uwagi poświęca się wykorzystaniu CBDC jako cyfrowego odpowiednika gotówki, zastosowaniu go w płatnościach transgranicznych (jako szansy na uczynienie ich szybszymi, tańszymi, bardziej transparentnymi i powszechnie dostępnymi), a także osiąganiu w tym kontekście poszczególnych celów polityki gospodarczej i społecznej.

Najogólniej mianem waluty cyfrowej określa się dowolną walutę, pieniądze lub aktywa podobne do pieniędzy (*quasi-money*), które są zarządzane, przechowywane i wymieniane w cyfrowych systemach komputerowych, zwłaszcza przez Internet. Waluta cyfrowa może być zapisana w rozproszonej bazie danych (*distributed ledger*) w Internecie, w scentralizowanej elektronicznej komputerowej bazie danych będącej własnością firmy lub w banku, w plikach cyfrowych lub na karcie ze zmagazynowaną wartością (przedpłaconej) [BIS, 2015]. CBDC definiuje się natomiast jako cyfrowy pieniądz emitowany przez bank centralny, denominowany w narodowej jednostce obrachunkowej i stanowiący zobowiązanie banku centralnego [Kosse, Mattei, 2022].

Nieco inaczej zdefiniowano cyfrowy pieniądz banków centralnych w opracowaniu MFW [2018]. Uznano tam, że CBDC stanowi nową formę pieniądza, wydawaną w formie cyfrowej przez bank centralny, która ma służyć jako prawny środek płatniczy. W zasadzie zatem jedynym, co różni CBDC od „tradycyjnego" pieniądza, jest jego forma. W przeciwieństwie bowiem do np. kryptowalut zachowują one status *legal tender*, mogąc realizować wszystkie funkcje pieniądza i czerpiąc zaufanie oraz wartość z autorytetu stojącej za nimi władzy monetarnej. Ich ścisły związek z bankiem centralnym podkreśla też w swojej definicji Bjerg [2017]. Określa on mianowicie CBDC jako zobowiązanie z tytułu powszechnie dostępnych depozytów, które jest rejestrowane elektronicznie w bilansie banku centralnego.

Jak informuje Iwańczuk-Kaliska [2018], istnieje wiele opcji wprowadzenia CBDC uwzględniających rozmaite aspekty technologiczne, organizacyjne i regulacyjne. Można rozważać tu m.in. takie kwestie dotyczące zaprojektowania określonej CBDC jak: dostęp (bezpośredni lub pośredni), wykorzystywanie (lub nie) technologii *blockchain*, zaangażowanie stron trzecich, oprocentowanie czy stopień anonimowości posiadaczy i stron dokonujących transakcji z wykorzystaniem CBDC.

[14] Na początku 2022 r. na świecie działały trzy detaliczne CBDC – na Bahamach, na wschodnich Karaibach i w Nigerii. Następny ma pojawić się na Jamajce jeszcze w 2022 r.

Prezentacja wszystkich dostępnych wariantów wykracza poza ramy niniejszego opracowania[15]. Należy jedynie zaznaczyć że wybór danej opcji wiąże się zawsze z określonym wpływem zarówno na rozwiązania w skali mikro, jak i na kwestie makroekonomiczne (w tym na realizację polityki pieniężnej i zapewnienie stabilności). Ponadto podkreśla się, że CBDC – niezależnie od wybranego wariantu – by móc efektywnie i sprawnie funkcjonować, powinny spełniać pewne określone cechy, odnoszące się nie tylko do samej jednostki czy systemu, lecz także do kwestii instytucjonalnych[16].

W literaturze oraz materiałach banków centralnych zajmujących się tą problematyką prezentuje się rozmaite argumenty mające uzasadnić wprowadzenie cyfrowej waluty. Za najważniejsze korzyści makroekonomiczne wynikające z wprowadzenia CBDC uznaje się wzrost PKB oraz obniżenie – wskutek zmian technologicznych pozwalających na poprawę wydajności, odporności i dostępności systemów ułatwiających transakcje pieniężne i finansowe – kosztów transakcyjnych. W szczególności wskazuje się zaś na takie zalety CBDC jak [Adrian, Griffoli, 2019; Iwańczuk-Kaliska, 2018; Turrin, 2022]:

1) dezintermediacja, obniżająca koszty funkcjonowania sytemu płatniczego;
2) poprawa ściągalności podatków i zmniejszenie szarej strefy;
3) włączenie finansowe (zwłaszcza w krajach z niedostatkiem infrastruktury bankowej);
4) większe bezpieczeństwo systemowe;
5) możliwość prowadzenia skuteczniejszej i bardziej elastycznej polityki pieniężnej;
6) możliwość prowadzenia skuteczniejszej polityki fiskalnej (pakiety stymulacyjne wypłacane w CBDC byłyby tańsze w obsłudze i szybsze w realizacji);
7) większa kontrola emisji pieniądza;
8) utrzymanie poziomu renty menniczej w sytuacji spadku popytu na gotówkę.

W kontekście potencjalnych wad CBDC wymienia się natomiast przede wszystkim: zakłócenie modeli biznesowych banków, wynikające z ich malejącego znaczenia w warunkach funkcjonowania CBDC, ryzyko spadku reputacji i utraty wiarygodności (gdy emisja CBDC będzie wadliwa, bank centralny może nie mieć drugiej szansy na naprawienie błędów po porażce wizerunkowej) oraz ryzyko błyskawicznego odpływu pieniądza (np. z banków), które może oddziaływać kryzysogennie. Nie wiadomo też, jak taki wirtualny pieniądz zabezpieczyłby stabilność finansową i jak wpłynie to na płynność międzynarodową czy dynamikę kursu walutowego. Innym

15 Przedstawiono je m. in. w raportach BIS [2018] oraz NBP [2021]. W ujęciu praktycznym, odwołując się do doświadczeń chińskich, zagadnienia te scharakteryzował natomiast Turrin [2022].

16 W raporcie BIS [2018] wymieniono 14 takich cech. Należą do nich m.in. wymienialność, niski koszt, ciągła dostępność, wydajność, odporność czy skalowalność.

często dyskutowanym nurtem krytyki jest kwestia anonimowości i szerokich możliwości kontroli ze strony państwa, jakie daje w tym przypadku stosowanie CBDC.

Charakterystyczne jest, że w analizie kosztów i korzyści, a także w ustalaniu rejestru zagadnień, w rozwiązaniu których mogłoby pomóc wprowadzenie CBDC, poszczególne banki centralne kładą nacisk na kwestie stanowiące podstawowy problem gospodarek ich państw. Co jednak ciekawe – i zarazem zastanawiające w kontekście coraz szerzej postulowanego (i deklarowanego chociażby przed przedstawicieli EBC) włączenia banków centralnych w działania proklimatyczne – relatywnie rzadko wiąże się CBDC z kwestiami ochrony środowiska. Podkreśla się jedynie, że w przeciwieństwie do kryptowalut cyfrowym walutom banków centralnych nie towarzyszy duży wydatek energetyczny. To zaś mogłoby czynić z nich cenny instrument w przebudowie struktur gospodarczych i finansowych na rzecz rozwiązań i mechanizmów bardziej proekologicznych.

Tabela 15.4. Złoto cyfrowe jako aktywo emisyjne w rezerwach walutowych banków centralnych – analiza SWOT

Zalety	Wady
▪ wiarygodność nadawana przez bank centralny, będący emitentem ▪ możliwe szybkie powszechne zaakceptowanie złota cyfrowego jako środka płatniczego i środka tezauryzacji ▪ ściśle regulowana podaż ▪ płynne aktywo cyfrowe ▪ tanie w produkcji (emisji) w zależności od zastosowanej technologii ▪ znikomy koszt magazynowania (serwerownie, sprzęt IT) ▪ przy zastosowaniu odpowiedniej technologii (brak typowego dla kryptowalut efektu „kopania" – *mining*) nie wpływa negatywnie na środowisko	▪ możliwe ujemne oprocentowanie w zależności od przyjętej konstrukcji – potencjalna „data ważności", wykluczająca *de facto* zastosowanie złota cyfrowego w funkcji rezerwy ▪ zależność od polityki gospodarczej kraju emitenta
Szanse	**Zagrożenia**
▪ potencjalny zamiennik złota jako aktywa towarowego przyczyniającego się do bezpośredniej emisji CO_2 do atmosfery, a tym samym wpływającego bezpośrednio na wzrost ryzyka klimatycznego (*climate-related risk*) ▪ możliwość dywersyfikacji struktury rezerw dewizowych ▪ krok w stronę stworzenia nowej, globalnej jednostki pieniężnej	▪ ryzyko „cyfrowej" dolaryzacji ▪ intensyfikacja zjawiska konkurencji walutowej i wojen walutowych ▪ większa zmienność przepływów kapitałowych oraz kursów walutowych

Źródło: opracowanie własne.

Z perspektywy niniejszego opracowania zasadne wydaje się zatem pytanie, czy waluty cyfrowe nie mogłyby zstąpić w rezerwach dewizowych złota jako aktywo

znacznie mniej emisyjne. Rozważając te kwestie oraz nawiązując do wcześniej przedstawionej oceny złota jako elementu oficjalnych aktywów rezerwowych oraz zalet, wad, szans i zagrożeń związanych z redukcją tego kruszcu jako elementu rezerw, sporządzono tabelę 15.4. Zawiera ona macierz SWOT dla swoistego „cyfrowego" złota – CBDC. Abstrahuje się w niej od innych kwestii i kontrowersji wiążących się z CBDC, rozpatrując je wyłącznie jako potencjalny składnik rezerw dewizowych.

Z analizy tabeli 15.4 wynika, iż złoto cyfrowe cechuje się podobnymi zaletami jak złoto „tradycyjne": jest wiarygodnym aktywem (co wynika z pozycji jego emitenta – banku centralnego), o ściśle regulowanej podaży (która może być jednak zwiększana przez decyzje władz monetarnych), które zostałoby zapewne szybko zaakceptowane przez uczestników procesów gospodarczych. Ponadto aktywo to pod pewnymi względami zdecydowanie przewyższa tradycyjny kruszec – jest dużo bardziej płynne, w przeciwieństwie do kruszcu nie wiąże się z wysokimi kosztami przechowywania, a jego kreacja (przy wyborze określonej technologii) nie wpływa negatywnie na środowisko.

Uwzględniwszy powyższe spostrzeżenia, można stwierdzić, że cyfrowe złoto wydawałoby się bardzo dobrym rozwiązaniem jako substytut złota emisyjnego w oficjalnych aktywach rezerwowych. Ewentualne wykorzystanie CBDC w takim charakterze nie jest jednak oczywiste. Obok jego niewątpliwych zalet pojawiają się bowiem pewne dość istotne wady. Najogólniej można wskazać, że z utrzymywaniem CBDC w rezerwach dewizowych wiązałyby się podobne problemy jak w przypadku „klasycznych" rezerw denominowanych w walutach papierów dłużnych.

Co więcej, w pewnych przypadkach, cechy CBDC mogłyby powodować dodatkowe problemy związane z realizacją określonych scenariuszy w polityce pieniężnej, dotyczycących np. ujemnego oprocentowania CBDC[17], a także określenia „daty ważności" tej waluty, mającej oddziaływać propopytowo. Jak się wydaje, pozwoliłoby to wprawdzie osiągnąć cele polityki wewnętrznej, ale zniechęcałoby jednocześnie do utrzymywania takiego aktywa jako składnika rezerw dewizowych.

Niewątpliwie z CBDC wiążą się liczne szanse na ożywienie i zintensyfikowanie proklimatycznej działalności polityki banków centralnych i instytucji finansowych. Włączenie CBDC do rezerw walutowych pozwoliłoby na ich dywersyfikację, a z czasem mogłoby stanowić krok w stronę wprowadzenia nowej, ponadnarodowej jednostki monetarnej, ściśle już powiązanej z zagadnieniami emisyjności. Z drugiej strony przejście na CBDC nasili zapewne procesy konkurencji walutowej i natężenie tzw. wojen walutowych. Jak podkreślają Brunnermeier, James i Landau [2019],

[17] Osobnym problemem pozostaje wpływ takiego działania na całą strukturę rynkowych stóp procentowych.

technologia dogłębnie zmienia charakter i formy konkurencji między narodowymi jednostkami pieniężnymi. W szczególności, wskutek zaniku barier występujących w tradycyjnym środowisku, przejście na waluty cyfrowe zaostrzy rywalizację między walutami. To może zaś wywołać większą niestabilność i zmienność walut narodowych niezależnie od formy, w jakiej występują.

15.6. Zakończenie

Złoto od bardzo długiego czasu wpływa na wyobraźnię i schematy myślowe polityków, bankierów, inwestorów i uczestników rynku. Mimo iż ten „barbarzyński relikt", jak określał to Keynes, utracił już status pieniądza, to ciągle jednak żywe jest wspomnienie opartych na nim systemów monetarnych. Stąd złoto uchodzi ciągle za ważne aktywo (zwłaszcza w okresach kryzysów i wstrząsów rynkowych), stanowiąc przy tym istotny składnik oficjalnych aktywów rezerwowych. Co więcej, jak wykazano w opracowaniu, jego znaczenie rośnie.

Tymczasem, na skutek zmian klimatycznych i potrzeby ograniczania działalności wiążącej się z emisyjnością, utrzymywanie złota i aktywność w zakresie obrotu nim stają się coraz bardziej wątpliwe. Nawet jeżeli nowe wydobycie tego kruszcu nie stanowi znaczącej części jego całkowitej podaży, to mimo wszystko negatywnie wpływa ono na otoczenie, generując koszty zarówno ekologicznie, jak i społeczne. Co więcej, wzrost popytu na złoto (w tym popytu na złoto jako składnik rezerw) wywiera niewątpliwie presję na wzrost jego wydobycia. Utrwalają się – a może wręcz pogłębiają – schematy myślowe dotyczące zalet żółtego kruszcu.

Jak się wydaje, zasadne byłoby rozszerzenie triady celów zarządzania oficjalnymi aktywami rezerwowymi o czwarty cel, związany z oceną wpływu środowiskowego struktury rezerw. W tym kontekście pojawia się kwestia możliwości zastąpienia złota w rezerwach dewizowych przez inne aktywa. Jedną z rysujących się tu opcji są – na razie potencjalnie – waluty cyfrowe banków centralnych. Z przeprowadzonej analizy wynika, iż w wielu aspektach, w tym zwłaszcza w odniesieniu do wpływu na środowisko, mogą one być korzystniejszym rozwiązaniem niż złoto – są bowiem nieporównywalnie tańsze w produkcji i przechowywaniu, nie przyczyniają się do wzrostu emisji oraz cechuje je znacznie większa płynność. Problemem CBDC jest jednak to, że zasadniczo obciążone są one podobnymi czynnikami co „tradycyjne" waluty rezerwowe – przede wszystkim zależą od realizowanej przez dane państwo polityki gospodarczej i są podatne na wszelką zmienność będącą jej następstwem. W przypadku pewnych konkretnych opcji konstrukcyjnych (np. ujemnego opro-

centowania) atrakcyjność walut cyfrowych jako aktywa rezerwowego może być przy tym dość kontrowersyjna.

Niewątpliwie zastąpienie złota przez CBDC w rezerwach dewizowych nie jest proste pod względem politycznym, koncepcyjnym ani też technicznym. Proces taki wymagałby przeprowadzenia dokładnego bilansu zysków z tytułu eliminacji złota z rezerw z nowymi rodzajami ryzyka, jakie mogą wiązać się z włączeniem do tych rezerw CBDC. Można jednak oczekiwać, że wraz z nasilaniem się negatywnych zjawisk klimatycznych wszelkie inne kwestie i tradycyjne cele zarządzania oficjalnymi aktywami rezerwowymi zejdą na dalszy plan i cyfrowe złoto – mimo pewnych niedostatków – zacznie być traktowane jako poważna alternatywa inwestycyjna.

Bibliografia

Adrian, T., Mancini-Griffoli, T. (2019). The Rise of Digital Money, *IMF Fintech Note*, 19/01.

Baur, D.G., Lucey, B.M. (2010). Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold, *Financial Review*, 45, s. 217–222.

Bech, M., Garratt, R. (2017). Central Bank Cryptocurrencies, *BIS Quarterly Review*, 55–70.

Bernholz, P. (2003). *Monetary Regimes and Inflation. History, Economic and Political Relationship*. Cheltenham: Edward Elgar.

Bernstein, P.L. (2003*). Historia złota. Dzieje obsesji*. Warszawa: WIG-Press.

BIS (2015). *Digital Currencies*. Committee on Payments and Market Infrastructures, November.

BIS (2018). *Central Bank Digital Currencies*. Committee on Payments and Market Infrastructures, Markets Committee, March.

Bjerg, O. (2017). *Designing New Money. The Policy Trilemma of Central Bank Digital Currency*. Copenhagen Business School (CBS), June.

Blaug, M. (2000). *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Boitan, I.A., Marchewka-Bartkowiak, K. (2021). The EU Fiscal Risk Matrix. From Government Debt to Climate Liabilities, *Studia BAS*, 3/67, s. 45–69.

Bordo, M., Levin, A. (2017). Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy, *NBER Working Paper*, 23711.

Brunnermeier, M., James, H., Landau, J.P. (2019). The Digitalization of Money, *NBER Working Papers*, 26300.

Carney, M. (2015). *Breaking the Tragedy of the Horizon. Climate Change and Financial Stability*. Bank of England.

Dyson B., Hodgson, G. (2016). *Digital Cash: Why Central Banks Should Start Issuing Electronic Money*. Positive Money.

EBC (2020). *Guide on Climate-related and Environmental Risks. Supervisory Expectations Relating to Risk Management and Disclosure*. ECB Banking Supervision.

EBC (2021). *Climate-Related Risk and Financial Stability*. ECB/ESRB Project Team on Climate Risk Monitoring.

EBC (2022). *Climate Change and the ECB*, https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/html/index.en.html (dostęp: 20.03.2022).

Eichengreen, B. (2019). *Globalizing Capital. A History of the International Monetary Systems*. Princeton: Princeton University Press.

Eichengreen, B., Flandreau, M. (1996). The Geography of the Gold Standard. W: *Currency Convertibility. The Gold Standard and Beyond* (s. 106–138), J. Braga de Macedo, B. Eichengreen, J. Reis (Eds.). London–New York: Routledge.

Fender, I., McMorro, M., Sahakyan, V., Zulaica, O. (2019). Green Bonds: The Reserve Management Perspective, *BIS Quarterly Review*, September.

Flaherty, E. (2020). *Green Central Banking: Options for the ECB on Climate Change*. Dublin: The Institute of International and European Affairs.

Flanders, M.J. (1971). The Demand for International Reserves, *Princeton Studies in International Finance*, 27.

Gallagher, K.P., Kozul-Wright, R. (2022). *The Case for a New Bretton Woods*. Cambridge: Polity.

Garritsen de Vries, M. (1986). *The IMF in a Changing World 1945–1985*. Washington: IMF.

Georgieva, K. (2020). *The Future of Money: Gearing up for Central Bank Digital Currency*. IMF: Washington.

Global Sustainable Investment Alliance (2020). *Global Sustainable Investment Review*.

Gold Fields (2020). *Gold Fields Climate Change Report. Aligned with the Recommendations of the Task Force on Climate-Related Financial Disclosure (TCFD)*.

Góralczyk, B. (2021). *Świat narodów zagubionych*. Warszawa: Wydawnictwo Nowej Konfederacji.

Inkster, N. (2021). *The Great Decoupling: China, America and the Struggle for Technological Supremacy*. London: Hurst.

IPCC (2021). *Climate Change 2021. The Physical Science Basis*.

Iwańczuk-Kaliska, A. (2018). Pieniądz cyfrowy banków centralnych – wnioski z analizy wybranych koncepcji, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 531, s. 180–189.

Jurek, M. (2011). *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

Kosse, A., Mattei, I. (2022). Gaining Mmomentum. Results of the 2021 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies, *BIS Papers*, 125.

Knakiewicz, Z. (2004). Teoretyczne podłoże kreacji i regulacji euro, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 4, s. 141–159.

Knakiewicz, Z. (2011). Nominalistyczne teorie pieniądza. W: *Teorie pieniądza i ich wykorzystanie. Od pieniądza kruszcowego do fiducjarnego* (s. 195–257), M. Jurek, Z. Knakiewicz, P. Marszałek (red.). Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

Laeven, L., Valencia, F. (2008). Systemic Banking Crises Database. An Update, *IMF Working Paper*, 12/163.

Mancini-Griffoli, T., Martinez Peria, M.S., Agur, I., Anil, A., Kiff, J., Popescu, A., Rochon, C. (2018). Casting Light on Central Bank Digital Currency, *IMF Staff Discussion Note*, 18/08.

Marszałek, P. (2014). *Systemy pieniężne wolnej bankowości. Koncepcje, cechy, zastosowanie*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

Marszałek, P. (2019). Kryptowaluty – pojęcie, cechy, kontrowersje, *Studia BAS*, 1(57), s. 105–125.

Marszałek, P. (2021). Kryptowaluty jako element systemu pieniężnego. W: *Innowacje finansowe w gospodarce 4.0* (s. 28–50), K. Perez (red.). Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

MFW (2004). *Articles of Agreement*, Waszyngton.

MFW (2018). Casting Light on Central Bank Digital Currency, *IMF Staff Discussion Note*, 18/08.

MFW (2021). *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, September.

MFW (2022). *International Financial Statistics*, Waszyngton.

Middelkoop, W. (2016). *Wielki Reset. Walki ze złotem i koniec systemu finansowego*. Poznań: Zysk i S-ka.

Moghadam, R., Ostry, J.D., Sheehy, R. (2011). Assessing Reserve Adequacy, *IMF Policy Papers*, April.

NBP (2021). *Pieniądz cyfrowy banku centralnego*. Warszawa: Narodowy Bank Polski.

NGFS (2022). *Membership*, https://www.ngfs.net/en/about-us/membership (dostęp: 13.04.2022).

Nordhaus, W.D. (2008). *A Question of Balance: Weighing the Options on Global Warming Policies*. New Haven: Yale University Press.

Popper, N. (2012). *Digital Gold. The Untold Story of Bitcoin*. London: Penguin.

Rączkowski, S. (1984). *Międzynarodowe stosunki finansowe*. Warszawa: PWE.

Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on Sustainability-related Disclosures in the Financial Services Sector.

Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the Establishment of a Framework to Facilitate Sustainable Investment and Amending Regulation (EU) 2019/2088.

Rickards, J. (2011). *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*. London: Penguin.

Rickards, J. (2016). *Najtwardsza waluta świata, czyli dlaczego warto inwestować w złoto*. Gliwice: Helion.

Rothbard, M. (2007). *Złoto, banki, ludzie – krótka historia pieniądza*. Warszawa: Fijorr Publishing.

Schoenmaker, D. Schramade, W. (2018). Principles of Sustainable Finance. Oxford: Oxford University Press.

Sechrest, L.J. (2008). *Free Banking. Theory, History and a Laissez-Faire Model*. Auburn: The Ludwig von Mises Institute.

Sedillot, R. (2002). *Moralna i niemoralna historia pieniądza*. Warszawa: W.A.B.

Selgin, G. (2020). On Targeting the Price of Gold, *Cato Journal*, Winter.

Serval, J.F., Tranie, J.P. (2015). *Monetary system. Analysis and New Approaches to Regulation*. Chichester: Wiley.

Soto, de J.H. (2009). *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*. Warszawa: Instytut Ludwiga von Misesa.

Sumner, S. (2021). *The Money Illusion: Market Monetarism, the Great Recession, and the Future of Monetary Policy*. Chicago: University of Chicago Press.
Turrin, R. (2022). *Koniec gotówki*. Warszawa: Zona Zero.
Volz, U. (2017). On the Role of Central Banks in Enhancing Green Finance, *UNEP Inquiry Working Paper*, 17/01.
WGC (2022a). *Home*, www.gold.org (dostęp: 1.03.2022).
WGC (2022b). *Gold and Climate Change*, https://www.gold.org/esg/gold-and-climate-change (dostęp: 21.04.2022).
White, L.H. (2008). The Subprime Crisis Shows That Government Intervenes Too Little in Financial Markets? It Just Ain't So!, *THE FREEMAN: Ideas on Liberty*, October.
Yaacob, S.E. (2012). Study of Implementation Gold Dinar as Currency, *World Applied Sciences Journal*, 20(7), s. 1014–1023.
Zaleska, M. (2020). Rezerwy walutowe – „Rzecz Święta", *Zeszyty Naukowe SGGW Polityki Europejskie, Finanse i Marketing*, 23(72), s. 268–279.

GOLD AS PART OF CENTRAL BANKS' FOREIGN EXCHANGE RESERVES IN THE FACE OF THE GREEN AND DIGITAL REVOLUTION

Abstract

The last decade has seen an increase in central banks' interest in gold as an element of foreign exchange reserves. At the end of 2021, central banks maintained 35.6 thousand tons of gold, which accounted for about 15% of the world extraction. The interest in gold as a reserve asset has not weakened, both due to the favourable market and macroeconomic conditions, which has resulted in a relatively low investment risk. Geopolitical factors as well as emerging theories and specific resentments related to the return to monetary systems based on commodity money were and are of great importance here. At the same time, there are new challenges related to the so-called green revolution, in which central banks will play an important role as key institutions in the framework of the already created financial security systems or monitoring of macroprudential risk. In this context, it is worth looking at gold from two perspectives: as a commodity whose production is associated with CO2 emissions, and as a traditional, conventional reserve component, a substitute for which can be for example a digital asset. The development of the latter is associated with another revolution, the digital one.

The article attempts to answer two questions, namely: (1) whether, in the light of plans to combat climate change developed by various entities (central banks, among others), gold should still be included in foreign exchange reserves, and (2) whether the digital currencies of central banks or solutions based on international money, proposed or

introduced as a pilot case in recent years, could be an alternative to the traditional ore, as the so-called "digital gold".
The article is of discursive nature and is intended to be a stimulus for further research. It uses qualitative (SWOT analysis) and quantitative (statistical) methods, as well as case studies of selected countries and regions.

Keywords: central banks, exchange reserves, central banks digital currencies, green finance, gold, digital gold, gold issuance

JEL Classification: E42, E52, E58, F33, O33

Rozdział 16

WALUTA CYFROWA EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO JAKO INSTRUMENT WSPIERANIA ROZWOJU ENERGII ODNAWIALNEJ[1]

Filip Kliber

Abstrakt

W kontekście potencjalnych rozwiązań mających na celu przeciwdziałanie zmianom klimatycznym coraz częściej rozważa się wprowadzenie określonych narzędzi w zakresie funkcjonowania sfery monetarnej i finansowej. Dotyczy to tzw. zielonych finansów, instrumentów banków centralnych oraz komercyjnych mających wspierać tylko prośrodowiskowe inicjatywy, czy określonych rozwiązań w zakresie wyboru jednostki pieniężnej i konstrukcji całego systemu pieniężnego. Celem opracowania jest zarysowanie możliwości wprowadzenia nowej cyfrowej waluty europejskiej, która nie tylko zapewniałaby stabilizację gospodarczą i monetarną, ale mogłaby przyczynić się również do szerszego wykorzystania energii odnawialnej. Stanowiłaby ona przy tym część projektowanego ładu pieniężnego, jaki rozważa się w kontekście tzw. nowego Bretton Woods. W pierwszej części opracowania scharakteryzowano aspekty teoretyczne oraz praktyczne dotyczące możliwości i sposobów wspierania celów proklimatycznych przez banki centralne na przykładzie działań Europejskiego Banku Centralnego (EBC). W dalszej kolejności przedstawiono najważniejsze informacje na temat walut cyfrowych, w tym wady i zalety ich wprowadzenia. Część trzecia dotyczy aspektów technicznych europejskiego cyfrowego pieniądza banku centralnego (CBDC) w kontekście powiązania tej waluty z produkcją „czystej" energii.

[1] Projekt finansowany w ramach programu Ministra Edukacji i Nauki pod nazwą „Regionalna Inicjatywa Doskonałości" w latach 2019–2023 (nr projektu 004/RID/2018/19, kwota finansowania 3 mln PLN).

Słowa kluczowe: banki centralne, CBDC, EBC, energia odnawialna, systemy monetarne, zmiany technologiczne

Kody JEL: E42, E58, O33, Q42

16.1. Wprowadzenie

Wielki kryzys oraz dwie wojny światowe uwypukliły wady systemu waluty złotej i przyspieszyły jego upadek. Wydarzenia te jasno pokazały mankamenty goldstandardu: brak światowej płynności, konkurencję między państwami w dążeniu do wypracowania nadwyżek złota oraz podporządkowanie równowagi wewnętrznej równowadze zewnętrznej [Knakiewicz, 1984, s. 66–67]. Konferencja w Bretton Woods miała na celu ustanowienie nowego systemu monetarnego na świecie. Miał on zastąpić wcześniejsze rozwiązania, niewydolne wskutek pojawienia się nowych, radykalnie odmiennych warunków instytucjonalnych i geopolitycznych. W konstrukcji nowego ładu monetarnego starano się uniknąć klasycznych błędów systemu waluty złotej. Co więcej, dwaj najsilniejsi gracze decydujący o głównych kierunkach zmian – Wielka Brytania (jako długoletni hegemon) oraz Stany Zjednoczone – chcieli osiągnąć wiele wspólnych celów, takich jak stabilność kursów walutowych, wielostronny system płatniczy oraz dążenie do pełnego zatrudnienia[2].

System z Bretton Woods, który ostatecznie wyłonił się z debat brytyjsko-amerykańskich, obarczony był podobnymi wadami co system waluty złotej sprzed I wojny światowej. Powrócono bowiem do systemu *par values* oraz zapewniono wymienialność dolara na złoto. System powtarzał więc błędy swoich poprzedników. Jurek [2011, s. 106–108] zauważa, iż nawet w trakcie obowiązywania systemu jego zasady były wielokrotnie zawieszane przez niektóre państwa. System z Bretton Woods nie zapewniał więc ani płynności, ani stabilności kursów. Co więcej, coraz trudniej było utrzymać jednolitą, parytetową cenę złota (35 USD za uncję złota). Ostatecznie, wskutek splotu błędów konstrukcyjnych oraz uwarunkowań zewnętrznych, w 1971 r. wymienialność dolara na złoto zawieszono, co – mimo późniejszych prób jego reanimacji – traktuje się jako symboliczny koniec systemu z Bretton Woods [Bordo, 1993, s. 74; Hammes, Wills, 2005, s. 503–504; Truman, 2017, s. 4–5].

[2] Na temat powstawania systemu z Bretton Woods piszą szerzej Cecylia Leszczyńska oraz Henryk Bąk w dwóch pierwszych rozdziałach niniejszej monografii.

Od tego czasu nie ma jednolitego systemu walutowego. Brakuje wspólnego, ogólnoświatowego miernika wartości. Same kursy walutowe są niestabilne. Wraz z upadkiem parytetu złota i wiodącej roli dolara zmniejszyła się też rola samych Stanów Zjednoczonych [Jurek, 2011, s. 148–151]. Zaletą tej sytuacji jest natomiast swoboda prowadzenia polityki pieniężnej, która na ogół nakierowana jest na stabilizowanie poziomu cen. Stała się ona przy tym wiodącą dziedziną polityki gospodarczej [Marszałek, 2009].

Cele tej polityki z czasem jednak ewoluowały. Co ciekawe, obok tradycyjnych celów gospodarczych coraz częściej rozważa się wykorzystanie tej polityki także do realizacji innych zadań, w tym tych o charakterze społecznym. W II dekadzie XXI w. coraz częściej dyskutowanym celem stała się walka z niekorzystnymi zmianami klimatu [Claveau, Dietsch, Dion, Fontan, 2022; Bear, Campiglio, Deyris, 2021; Schnabel, 2020; Enelson, 2021; Zioło, Bak, Cheba, 2019].

W tym kontekście celem niniejszego opracowania jest próba udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy możliwe jest utworzenie nowego światowego ładu monetarnego, który oprócz celów tradycyjnie stawianych tego typu konstruktom pozwalałby również, choćby częściowo, osiągać cele środowiskowe. W toku wywodu jako potencjalny element mogący być fundamentem realizującego takie zadania systemu rozważa się walutę cyfrową banku centralnego (*central bank digital currency*, CBDC). Artykuł ma następującą strukturę: w części pierwszej przedstawiono wyzwania, przed jakimi staje współczesna polityka monetarna. Szczególny nacisk został w tym przypadku położony na analizę zagadnień klimatycznych, z jakimi muszą zmierzyć się banki centralne. W drugiej części opisano koncepcję i cechy CBCD jako potencjalnego instrumentu mogącego ułatwić sprostanie temu zadaniu. W części trzeciej scharakteryzowano potencjalne zastosowanie CBDC jako nowej waluty światowej w kontekście wyzwań klimatycznych. Całość rozważań zamyka zakończenie.

16.2. Walka z kryzysem klimatycznym jako nowy cel banku centralnego

Cele banków centralnych nie były stałe na przestrzeni wieków. Zmieniały się wraz z potrzebami czasów. W początkach swojej historii banki centralne miały za zadanie zarządzać długiem publicznym poszczególnych monarchii, zaciąganym na potrzeby wojen [Ferguson, 2010]. Od końca Wojen Napoleońskich realizowały zaś politykę utrzymywania *gold coin standard*. Zmierzch tej epoki nastał wraz z I wojną światową oraz wielkim kryzysem [Jurek, 2008, s. 198]. Po II wojnie

światowej głównym celem banków centralnych było wspieranie rządów w uzyskaniu warunków pełnego zatrudnienia. Z kolei wraz z upadkiem systemu z Bretton Woods ich główną misją, wobec dominacji teorii monetarystycznych i neoklasycznych, stała się stabilizacji poziomu cen. Cel ten stanowił element tzw. polityki pieniężnej nowego konsensusu, powszechnie akceptowanego w ekonomicznym mainstreamie aż do wybuchu globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2009 [Grostal i in., 2015; Marszałek, 2009].

Zmiany warunków (a także przewartościowania w teorii ekonomii) zmuszały więc banki centralne do adaptowania się i zmiany zarówno celów, jak i strategii. Bernanke [2013] pokazuje to na przykładzie Rezerwy Federalnej. Jego zdaniem w historii tego banku można wyróżnić kilka okresów łączonych z przydomkiem „wielki". Od założenia Systemu Rezerwy Federalnej, to jest „wielkiego eksperymentu" (1913–1929), poprzez „wielki kryzys" (1929–1935) oraz „wielką inflację i dezinflację" (1946–1983), aż po „wielkie umiarkowanie" (1984–2007) i „wielką recesję" (od 2007 r.). W każdym z tych okresów cele amerykańskiego banku centralnego zmieniały się. Były nimi kolejno stabilność finansowa, wspieranie pełnego zatrudnienia, stabilność poziomu cen.

Co więcej, Bernanke wskazuje, iż po 2007 r. coraz popularniejsze (czy wręcz konieczne) stało się łączenie kilku celów. Uwidoczniły się bowiem zależności występujące między poszczególnymi celami – przykładowo zrozumiano, iż nie można osiągnąć stabilnego poziomu cen bez stabilności finansowej [Bernanke, 2007, s. 11–12]. Narodowy Bank Polski również może służyć tu przykładem. W czasach transformacji ustrojowej bank centralny łączył ze sobą wspieranie transformacji ustrojowej i przywracanie rynkowej wartości pieniądza z obniżaniem inflacji, jaka panowała wówczas w Polsce [Kokoszczyński, 2004, s. 225–227; Wilczyński, 1997, s. 69].

Jak wspomniano, w ostatniej dekadzie coraz częściej postuluje się, by jednym z celów banków centralnych było także wspieranie działań prośrodowiskowych. Innymi słowy, rozważana jest kwestia, na ile polityka pieniężna mogłaby stanowić element szerszej polityki klimatycznej. Dotyczy to m.in. uznania za cel władzy monetarnej pewnej formy wspierania transformacji energetycznej. Z tego względu w tej części opracowania zaprezentowany zostanie przegląd wygłaszanych na ten temat poglądów formułowanych zarówno w literaturze, jak i przez przedstawicieli wybranych banków centralnych.

Literatura dotycząca zagadnień kryzysu klimatycznego i wyzwań, jakie czekają z tego powodu ludzkość, jest obszerna. Powstają bowiem nie tylko raporty [OECD, 2012; EBC 2022], lecz także prace naukowe o roli ekonomii w zwalczaniu tego kryzysu [Richard, Tol, 2018; Zioło, Bak, Cheba, 2019; Marchewka-Bartkowiak, 2020].

W literaturze można znaleźć kilka przykładów podejścia do nowych realiów, w jakich funkcjonują banki centralne i rządy poszczególnych państw, a także organizacje oraz instytucje ponadnarodowe. W tym kontekście warto przedstawić taksonomię polityki klimatycznej zaproponowaną przez Beara, Campiglio i Deyrisa [2021][3]. Autorzy ci wyróżniają motywy stosowanej polityki, instrumenty oraz instytucję, która je wdraża.

Motywy podzielono w tej klasyfikacji na promocyjne (*promotional*), pozwalające skupić się na bezpośredniej zachęcie do alokacji kapitału w działalność niskoemisyjną, oraz na ostrożnościowe (*prudential*), polegające na zapewnieniu stabilności finansowej w przypadku wystąpienia zagrożeń klimatycznych. Jako przykład tych pierwszych wskazane zostały porozumienia paryskie, w których zawarto werbalną obietnicę stworzenia warunków do inwestycji w niskoemisyjne przedsięwzięcia. Jako przykład motywów ostrożnościowych wymieniono ogół działań prowadzących do zabezpieczenia się przed ryzykiem związanym zarówno z wystąpieniem ryzyka klimatycznego, jak i kosztami przejścia na „zieloną energię".

Z kolei instrumenty Bear, Campiglio i Deyris dzielą na informacyjne, zachęcające i ilościowe. Instrumenty informacyjne (*informational*) służą dostarczaniu jasnych definicji i zasad określających działania związane z klimatem, uzgadnianiem definicji i zasadami postępowania. Są one stosowane w celu zmniejszenia asymetrii informacji, co ma pozwolić na niwelowanie niedoskonałości rynku. Instrumenty zachęcające (*incentive-based*) mają wpływać na koszt kredytu dla instytucji prowadzącej działalność, która pozostawia po sobie wysoki ślad węglowy ze względu na wyższe wymogi CRR (*capital requirements regulation*) dla banków komercyjnych kredytujących takie przedsięwzięcia. Taka polityka ma zmusić prywatne przedsiębiorstwa do równoważenia swojego portfela inwestycji i zwiększenia akcji kredytowej w przypadku niskoemisyjnych przedsięwzięć. Instrumenty ilościowe (*quantity-based*) mają natomiast charakter bezpośredniej interwencji w rynek. Mogą one występować w postaci maksymalnych bądź minimalnych pułapów kredytowych [Bear, Campiglio, Deyris, 2021].

Ostatnim kryterium wykorzystywanym w tej taksonomii jest uwzględnienie instytucji wdrażającej nową politykę. Może być ona *stricte* polityczna (np. bank centralny, rząd, ministerstwo) bądź delegowana. W tym drugim przypadku powołuje się specjalny nowy organ, który, po wyposażeniu go w przedstawione wyżej instrumenty, może prowadzić politykę klimatyczną.

Bear, Campiglio i Deyris [2021] zauważają jednak, że w Unii Europejskiej, brakuje spójnej proekologicznej polityki finansowej. Możliwości państw członkowskich

[3] Taksonomia tych autorów zostanie później wykorzystana do oceny nowej cyfrowej waluty EBC.

UE są ograniczone poprzez słabą kontrolę publiczną nad rynkami finansowymi. Prowadzi to do sytuacji, w której używa się głównie instrumentów informacyjnych, nieznajdujących realnego przełożenia na rynek finansowy. Praktycznie nie stosuje się natomiast instrumentów zachęcających oraz ilościowych. Skutkiem tego jest powstanie luki promocyjnej (*promotional gap*), która zdaniem autorów uniemożliwia przejście gospodarki europejskiej na zeroemisyjność.

W pracach poświęconych bezpośrednio roli banków centralnych w polityce klimatycznej wskazuje się, z jakimi niebezpieczeństwami musiałyby się spotkać te instytucje, chcąc realizować szerszy mandat w zakresie wspierania polityki klimatycznej.

Claveau i in. [2022] skupiają się na przykład na istotnych kwestiach wiarygodności dodatkowego celu klimatycznego, a także legitymizacji jego wprowadzenia. Autorzy ci zwracają uwagę na fakt, iż nabycie nowych kompetencji może prowadzić do konfliktu z podstawowymi celami banku centralnego. Zasadniczym problemem, jaki diagnozują Claveau i in. [2022], jest legitymizacja wejściowa i wyjściowa (*input vs output legitimacy*). Problem z legitymizacją wyjściową wiąże się z konfliktem między celami banku centralnego a wspomaganiem celów klimatycznych. Społeczeństwa naciskające na rządy państw, by te podjęły działania zmierzające do ograniczenia ocieplenia klimatu, mogą wywierać presję również na pozostałe instytucje, w tym na banki centralne. Te nie uznają jednak celów klimatycznych za kluczowe w swoich działaniach. Głównym powodem takiego stanu rzeczy jest brak formalnego mandatu dla takiego działania, co powoduje ciągłe skupianie się na stabilizacji poziomu cen.

W społeczeństwie skoncentrowanym na realizacji celów klimatycznych prowadzić to może do podważenia pozycji bankierów centralnych i ich legitymizacji wyjściowej (*output legitimacy*). W konsekwencji rosnąć będzie presja na nich ze strony decydentów politycznych, by wspomagali oni cele klimatyczne, nawet kosztem zarzucenia podstawowych celów polityki monetarnej. Z drugiej strony rozważana jest legitymizacja wejściowa (*input legitimacy*). Bank centralny, jako niezależny organ, nie powinien prowadzić polityki, która może wpływać na sytuację rynkową. Utrzymanie legitymizacji wejściowej oznacza np. niemożność stosowania instrumentów ilościowych, o których pisali Bear, Campiglio i Deyris [2021]. Dlatego też jedynym rozwiązaniem, według autorów, jest koordynacja polityki klimatycznej z innymi instytucjami. W tym przypadku rezygnacja z części niezależności operacyjnej banku centralnego nie będzie powodować utarty legitymizacji.

Charakterystyczne jest, że sami bankierzy centralni od dłuższego czasu akcentują konieczność włączenia się w działania służące ograniczaniu emisji gazów cieplarnianych. Stanowisko to reprezentują m.in. Isabele Schnabel oraz Frank Elderson

z EBC. Przykład ten potwierdza wyraźnie, iż tak zwane „zielone cele" nie są bankom centralnym obce. Przegląd poszczególnych wypowiedzi skupiać będzie się na bankierach EBC, ponieważ obecna polityka UE, w tym pakiet *Fit for 55*, nakierowane są na zmniejszenie emisji gazów cieplarnianych. Transformacja gospodarki będzie z pewnością kapitałochłonna. Wsparcie EBC przy wprowadzaniu tych zmian może okazać się kluczowe. Jednakże należy pamiętać, iż inne banki centralne również dostrzegają konieczność walki ze zmianami klimatu [Claveau i in., 2022, s. 7–10].

Schnabel [2020] w swoim wystąpieniu zaznaczyła, że pandemia COVID-19 pokazała wyraźnie, w jaki sposób banki centralne mogą wspierać rządy w nadzwyczajnych sytuacjach. Co więcej, zaakcentowała ona fakt, iż obecne starania na rzecz walki ze zmianami klimatu są nie tylko niewystarczające, ale że wręcz wymagają one głębszej współpracy zarówno rządów, jak i przedsiębiorstw prywatnych, konsumentów oraz banków centralnych. Zdaniem Schnabel brak wspólnej polityki informacyjnej na poziomie europejskim prowadzi do utrudnionej walki np. ze zjawiskiem greenwashingu. Ekonomistka ta poruszyła również kwestię niewystarczającej roli praw do emisji CO_2, sugerując konieczność wprowadzenia globalnej ceny CO_2. Zaakcentowała ona przy tym rolę EBC jako nadzorcy rynku, a także konieczność uwzględnienia ryzyka klimatycznego przez sam bank centralny.

W jednym z następnych wystąpień Schnabel [2021] poczyniła równie istotne uwagi w kontekście celów banków centralnych. Jej zdaniem zmiana klimatu stwarza niewątpliwie zagrożenie również dla stabilności cen [Schnabel, 2021]. Tym samym łączy ona cele prośrodowiskowe z podstawowym celem EBC – stabilnością poziomu cen. Schnabel stwierdza wręcz, iż niezwalczanie zmian klimatu byłoby złamaniem traktatu o funkcjonowaniu UE. Skoro w dokumencie tym wymieniono *explicite* utrzymanie stabilności cen jako celu EBC, to przy możliwym, jej zdaniem, wpływie zmian klimatu na inflację brak walki z tymi pierwszymi byłby pogwałceniem traktatu[4]. Należy tu zaznaczyć, iż brakuje prac ukazujących związki zmian klimatu z inflacją, a są wręcz takie, które ten aspekt negują [Parker, 2017]. Należy jednak zaznaczyć, iż zdaniem Schnabel EBC nie może stać się autonomiczną instytucją do spraw przeciwdziałania zmianom klimatycznym i musi przede wszystkim realizować misję stabilizowania poziomu cen.

Schnabel nie jest jedynym członkiem zarządu EBC, który bardzo mocno optuje za wspomaganiem realizacji celów klimatycznych UE. Również Elderson [2021] wskazuje na konieczność podjęcia w tym zakresie odpowiednich działań. Argumentuje to, tak samo jak Schnabel, zapisami traktatowymi, które stanowią

[4] Zaznacza ona jednak, że EBC nie mógłby zostać przekształcony w agencję prośrodowiskową, gdyż naruszyłoby to zasadę równowagi instytucjonalnej.

wprost, iż EBC powinien wspierać politykę gospodarczą UE tak długo, jak nie stoi to w sprzeczności z celem inflacyjnym. Jednocześnie Elderson powtarza argumenty o zagrożeniu inflacją, wynikającym z zaniechania walki z przemianami klimatycznymi. Nie wskazuje jednak konkretnych metod, których EBC mogłoby w tym przypadku użyć.

Podsumowując, zarówno teoretycy, jak i praktycy bankowości centralnej dostrzegają konieczność wspierania transformacji energetycznej za pomocą polityki banków centralnych. Na chwilę obecną nie ma jednak koncepcji szerszego zaangażowania banków centralnych w tego typu inicjatywy. Sugeruje się zastosowanie rozwiązań w postaci nadzoru nad rynkami finansowymi, a także ewentualne wspieranie rządów. Jednakże bankierzy centralni mimo wielokrotnego podkreślania problemu zmian klimatu, nie zapowiadają znaczących przesunięć w dotychczasowej polityce EBC. Widać jednak zaostrzenie retoryki przez członków zarządu banków centralnych, takich jak Schnabel czy Elderson.

Jednocześnie trwa dyskusja dotycząca zmian zarówno w celach, jak i w instrumentarium banków centralnych czy szerzej – w poszczególnych elementach składających się na system pieniężny. Oprócz kwestii funkcjonowania i organizacji władz monetarnych zwraca się tu uwagę na podstawowy składnik systemu pieniężnego, jakim jest jednostka monetarna.

16.3. Waluta cyfrowa – założenia, cechy, funkcje lub możliwe zastosowania

Wraz z rozwojem teoretycznych prac na temat CBDC oraz programów pilotażowych walut cyfrowych przybywa definicji tego instrumentu[5]. Na nie właśnie powołują się między innymi Parlament Europejski [European Parliament, 2019] czy Bank Niemiec [Deutsche Bundesbank, 2021]. Należy jednak zwrócić uwagę na definicje, które uzupełnią obraz CDBC.

Iwańczuk-Kaliska [2018] łączy rozpoczęcie zintensyfikowanych prac przez banki centralne nad koncepcją waluty cyfrowej z powodu rosnącej światowej roli kryptowalut i zagrożenia, jakie niesie ich globalność. Brak związku np. bitcoina z jakimkolwiek bankiem centralnym pozwala zachować niezależność i może stanowić zagrożenie dla tego typu instytucji. Dlatego też koniecznym będzie stworzenie instrumentu mogącego konkurować z krypotwalutami. Jednocześnie

[5] Kluczowe, będące kamieniem węgielnym CBDC kwestie zostały omówione we wcześniejszych rozdziałach (13–15) niniejszej monografii.

Iwańczuk-Kaliska wskazuje, że istnieje niewielkie prawdopodobieństwo przyjęcia światowej waluty cyfrowej, która wywodziłaby się z istniejącej waluty narodowej. Możliwe jest jednak porozumienie banków centralnych w celu stworzenia powszechnie uznanej waluty światowej, która byłaby wymienialna na waluty narodowe. Koncepcja ta mogłaby oznaczać powrót do próby stworzenia jednolitej światowej polityki pieniężnej.

Przy omawianiu kwestii związanych z CBDC należy pamiętać, iż współczesny pieniądz różnić może się w formie, nie zaś w funkcjach. Dlatego też, niezależnie od postaci, jaką przybierze nowa waluta cyfrowa, jej podstawowe funkcje, takie jak: bycie środkiem płatniczym oraz środkiem wymiany, tezauryzacja oraz mierzenie wartości, muszą zostać zachowane [Iwańczuk-Kaliska, 2018]. Wszystkie omawiane definicje uwzględniają ten aspekt. Tym, co ma odróżniać CBDC od pozostałych form pieniądza, są jego unikatowe cechy wynikające z cyfrowości.

W raporcie NBP [2021] wskazano, iż podstawową cechą, którą musiałaby mieć waluta CBDC, jest powszechna akceptowalność w rozrachunkach głównie *peer-to-peer* (P2P). Oznacza to, iż musiałaby ona posiadać prawny status środka płatniczego. Co więcej, pieniądz cyfrowy musiałby być równy w wartości gotówce, a więc wymienialny 1:1. NBP podaje również następujące postulowane cechy takiej waluty:

- dostępność,
- anonimowość,
- mechanizm bezpośredniego transferu środków,
- oprocentowanie,
- limitowanie[6].

W zależności od potrzeb CBDC może łączyć w sobie wszystkie bądź tylko wybrane cechy. Od nich zaś zależeć będzie popyt na ten instrument. Bardzo często dokonuje się porównania gotówki z CBDC [Iwańczuk-Kaliska, 2018; NBP, 2021]. Ta pierwsza jest w pełni dostępna, anonimowa oraz można dokonać za jej pomocą transferu środków, nie będzie jednak nigdy oprocentowana oraz limitowana. CBDC może zaś posiadać wszystkie te cechy. Iwańczuk-Kaliska [2018] zauważa, że właśnie waluta cyfrowa ma największe szanse na rozwój z powodu malejącej popularności gotówki i wypierania jej przez pieniądz bezgotówkowy. Jednocześnie, porównując obecnie istniejące koncepcje wprowadzenia CBDC, pokazuje, że w żadnej z nich nie zakłada się anonimowości nowego instrumentu z uwagi na ułatwione zastosowanie takiej formy pieniądza w działaniach przestępczych. NBP [2021] wskazuje, że cechy nowego instrumentu mogą zmniejszać wykluczenie finansowe oraz zwiększać zaufanie do systemu płatniczego.

6 Rozumiane np. jako możliwa maksymalna kwota posiadanego CBDC.

Inne jeszcze cechy waluty cyfrowej pojawiają się w raporcie *Committee on Payments and Market Infrastructures* [CPMI, 2015]. Są nimi: elektroniczność (instrumenty są zdematerializowane), zapewnienie wymiany P2P oraz brak funkcji wierzytelności (taka waluta nie jest niczyim zobowiązaniem). Twórcy raportu wychodzą w swoich rozważaniach od teorii kryptowalut, dlatego biorą pod uwagę też ostatnią cechę. CBDC nigdy jednak nie będzie jej spełniać, ponieważ jest emitowane przez bank centralny. Inni autorzy dokonują więc często zamiany omawianego czynnika na „emitowany przez banki centralne". Na przykład Bjerg [2017] wskazuje, iż obecne formy pieniądza cechuje zawsze brak jednego z następujących czynników: cyfrowości, uniwersalności bądź związku z bankiem centralnym. I tak – gotówka jest uniwersalna i związana z bankiem centralnym, ale nie jest cyfrowa. Pieniądz bezgotówkowy jest zarówno cyfrowy, jak i uniwersalny, ale tworzą go głównie banki poprzez akcję kredytową. CBDC pozostaje natomiast jedyną formą pieniądza, która miałaby szansę łączyć wszystkie trzy wymienione czynniki.

Bech i Garrat [2017] zestawiają ze sobą oba podejścia, próbując stworzyć nową metodę klasyfikacji nie tylko CDBC, lecz także pozostałych form pieniądza, które mogłyby znajdować się w obiegu. Zgodnie z nią każda z nich może zostać sklasyfikowana za pomocą czterech atrybutów: dostępności, cyfrowości, bycia P2P[7] oraz emisji przez bank centralny.

Patrząc na wymagane cechy CBDC widać, iż częścią wspólną jest najczęściej cyfrowość, emisja przez bank centralny oraz P2P. W tak tworzonej taksonomii często zwraca się uwagę na potencjalną wadę, jaką jest możliwe wyparcie gotówki [Bech i Garrat, 2017; CPMI, 2015; Iwańczuk-Kaliska, 2018; NBP, 2021].

Międzynarodowy Fundusz Walutowy [MFW, 2018] skupia się na porównaniu między gotówką a CBDC z punktu widzenia użytkownika. Wynika z niego, iż CBDC stanowi wygodny zamiennik w stosunku do gotówki przy obecnych możliwościach. Instrument ten może być bowiem oprocentowany, dzięki czemu będzie stanowić alternatywę dla depozytu bankowego. W tym kontekście CBDC może stać się zamiennikiem dla gotówki. Kluczowym zagadnieniem jest jednak ponownie anonimowość pieniądza. Zgodnie z przedstawionymi wcześniej cechami CBDC może, ale nie musi być anonimowe.

Bjerg [2017] rozważa cztery scenariusze rozwiązań, które mają szansę zmaterializować się wraz z wprowadzeniem CBDC:

1) CDBC jako dobro komplementarne względem pieniądza bezgotówkowego i gotówki,

[7] Na gruncie polskiej literatury przedmiotu to pojęcie rozumiane jest jako tokenizacja [NBP, 2021].

2) CBDC jako dobro komplementarne względem gotówki, ale będące substytutem pieniądza bezgotówkowego,
3) CBDC jako dobro komplementarne względem pieniądza bezgotówkowego, ale będące substytutem gotówki,
4) CBDC jako substytut obu instrumentów.

Każdy z tych scenariuszy oznacza odmienne implikacje dla polityki monetarnej, sektora bankowego czy nawet rozliczeń biznesowych. W pierwszym przypadku CBDC wspiera obecnie istniejący system, pozwalając stworzyć lepszy system płatniczy bądź zwiększyć zaufanie do bezgotówkowej wersji pieniądza przy słabnącym popycie na gotówkę w czasie kryzysu. Scenariusz drugi zależy od cech nadanych CBDC. Przykładowo w przypadku dodatniego oprocentowania tego instrumentu staje się on alternatywą dla lokat bankowych. W scenariuszu trzecim CBDC ma zastąpić gotówkę i stać się nową formą pieniądza banku centralnego, co pozwoli zmniejszyć np. koszty transakcyjne, przy jednoczesnym pojawieniu się wspomnianych już obaw o anonimowość tego instrumentu. Scenariusz czwarty łączy cechy drugiego i trzeciego. Bjerg [2017] nie wyrokuje, który z tych wariantów jest najlepszy bądź najgorszy, ale zwraca uwagę na rosnącą rolę banku centralnego.

Główną obawą związaną z wprowadzeniem CBDC jest zanik anonimowości pieniądza [Aligny in., 2022]. Aligny i in. [2022] wskazują, iż EBC nie może tworzyć pieniądza cyfrowego w oderwaniu od poszanowania wolności obywatelskich. Ponadto zakłada się, iż mogłaby zostać osłabiona tradycyjna bankowość [Adalid i in., 2022] w przypadku oprocentowania CBDC, które stałoby się alternatywą dla depozytów bankowych. Zanik tych ostatnich prowadziłby zaś do nowych form pozyskiwania kapitału przez banki dla celów akcji kredytowej, która sama także mogłaby ulec zmianie. Jednakże, wraz z cechami, jakie można przypisać CBDC, idzie wiele zalet.

W raporcie NBP [2021] przedstawione zostały argumenty za wprowadzeniem CBDC. Jego autorzy pokazują, iż poprawić może się m.in. efektywność kanału monetarnego. Bank centralny posiadać będzie natychmiastowy wpływ na część środków pieniężnych, które wyemitował. Przy stworzeniu odpowiedniego algorytmu, np. oprocentowaniu CBDC, można kontrolować wielkość bazy monetarnej w sposób natychmiastowy. Analitycy NBP pokazują również, że emisja nowego instrumentu może ograniczać możliwości w zakresie prania brudnych pieniędzy.

Z kolei Dyson i Hodgson [2016] wskazują, iż CBDC mogłoby przyczynić się m.in. do: zmniejszenia wykluczenia finansowego, zwiększania bezpieczeństwa systemu finansowego, promowania nowych technologii związanych z płatnościami oraz wzrostu znaczenia renty menniczej dla banku centralnego. W przypadku części z tych zalet należy jednak poczynić kilka uwag. Zmniejszenie wykluczenia finansowego będzie możliwe tylko przy ograniczeniu wykluczenia cyfrowego.

Dyson i Hodgson [2016] twierdzą, iż płatności w CBDC będą obsługiwać albo same banki centralne, albo nowe firmy płatnicze specjalnie do tego desygnowane. Tym samym nie powinno być problemu z technologią. Wciąż należy jednak pamiętać o konieczności dostarczenia jej i rozpropagowania wśród grup wykluczonych cyfrowo. Rozbudowanie systemu narzędzi finansowych okaże się nieuchronne. CBDC jako bezpośrednie zobowiązanie banku centralnego będzie zawsze możliwe do wykupu, dlatego też nie będzie konieczności tworzenia w przypadku tej waluty funduszu gwarancyjnego.

Istotnym czynnikiem z punktu widzenia emisji CBDC jest forma tej waluty. Miałaby ona również znaczenie w przypadku użycia tego instrumentu do walki ze zmianami klimatycznymi.

Wyróżnić można trzy główne modele płatności wynikające z formy pieniądza cyfrowego zaproponowane przez Becha i Garrata [2017]:

- model oparty na rozrachunkach w banku centralnym,
- model oparty na tokenach detalicznych,
- model oparty na tokenach wysokokwotowych.

W pierwszym modelu zakłada się, iż bank centralny będzie dokonywał wszystkich rozliczeń prowadzonych w CBDC na indywidualnych kontach kontrahentów. Oznacza to, iż obie strony transakcji musiałyby posiadać indywidualne konto, by takiej płatności dokonać. Mogłoby się to odbywać za pomocą karty bądź konta internetowego. Konsekwencją takiego modelu byłoby przejęcie przez bank centralny części kompetencji banku komercyjnego i zachwianie dwuszczeblowym modelem bankowości. Co więcej, taka forma pieniądza mogłaby stanowić instrument polityki pieniężnej. Bezpośredni dostęp banku centralnego do pieniądza cyfrowego umożliwiałby np. jego oprocentowanie (dodatnie bądź ujemne).

W drugim przypadku banki komercyjne byłyby dystrybutorami tokenów CBDC, których emisja wciąż byłaby przeprowadzana przez bank centralny. Banki komercyjne uzyskiwałby je w zamian za środki zdeponowane na rachunkach banku centralnego. W taki sam sposób banki komercyjne mogłyby wydawać tokeny użytkownikom detalicznym. Zaletami płatności dokonywanych na takich kontach byłyby ich decentralizacja i natychmiastowość. Bank centralny pełniłby natomiast tylko funkcję nadzorcy. Emisja mogłaby przybrać formę niematerialną (*software*) bądź fizyczną (*hardware*), np. kart przedpłaconych. Autorzy raportu NBP [2021] podkreślają również, że taka forma pieniądza mogłaby minimalizować wykluczenie finansowe i cyfrowe oraz służyć jako pomoc w programach socjalnych. W tym wariancie nie przewiduje się żadnej formy oprocentowania CBDC, jednakże bank centralny do celów sprawozdawczości oraz polityki pieniężnej musiałby gromadzić informacje o wielkości emisji tego instrumentu.

Ostatni model dotyczyłby tylko płatności wysokokwotowych w instytucjach finansowych. Głównym argumentem przemawiającym za wprowadzeniem instrumentu w takiej właśnie formie jest poprawa efektywności w przeprowadzaniu płatności. Podobnie jednak jak w kwestii CBDC detalicznego emisja cyfrowej waluty odbywałaby się w tym przypadku w zamian za środki zdeponowane w banku centralnym.

Jak dotychczas wyróżnione zostały trzy formy emisji CBDC. Oznacza to, że w przypadku wprowadzenia nowej cyfrowej waluty banki centralne będą musiały dokonać wyboru. System płatności wysokokwotowej oznacza, iż cały nowy ład monetarny ponownie, tak jak w systemie z Bretton Woods, ograniczałby się tylko do wymiany pieniądza poprzez rządy, a być może również przez banki komercyjne. Indywidualni konsumenci byliby od systemu odcięci. W przypadku emisji takiego instrumentu należałoby więc przeanalizować, jaką konkretną rolę miałby on odgrywać.

Implementacja CBDC w większości państw świata znajduje się na etapie prac koncepcyjnych. Najbliżej wprowadzenia pilotażowego programu CBDC są Chiny. EBC na chwilę obecną rozważa zastosowanie tego instrumentu tylko jako narzędzia wspierającego rozliczenia między uczestnikami rynku [Panetta, 2022a; Panetta, 2022b]. Należy jednak rozpatrzyć również możliwość użycia właśnie tego instrumentu w celu powołania nowego Bretton Woods.

16.4. CBDC jako narzędzie EBC do walki z kryzysem klimatycznym

Uwzględniwszy przedstawione w poprzednich częściach opracowania poglądy członków EBC w kwestii problemów kryzysu klimatycznego, a także możliwości włączenia celów związanych z zieloną energią do strategii banków centralnych oraz właściwości CBDC, można przystąpić do rozważenia zasadności wprowadzenia tego ostatniego instrumentu przez EBC. Europejska waluta banku centralnego (dalej jako „ECBDC") miałaby ułatwić realizację polityki klimatycznej wspólnoty europejskiej, w tym np. pomóc osiągnąć neutralność klimatyczną oraz zredukować emisję CO_2.

Przed przystąpieniem do dalszych rozważań należy podkreślić, że cele emisji takiej nowej waluty byłyby zupełnie inne od tych, które chciano osiągnąć, tworząc system z Bretton Woods. Nie byłaby to zatem liberalizacja handlu oraz stabilizacja kursów walutowych [Jurek, 2011, s. 94–95]. Co więcej, nie mogłaby to być też

waluta zależna od złota[8], ponieważ oznaczałoby to automatyczny powrót do problemów, z jakimi borykał się system z Bretton Woods. Nowa waluta musi być więc fiducjarna, co niesie ze sobą problem wyboru emitenta. Wydaje się dziś mało prawdopodobne, by pojawił się emitent, który zostanie zaakceptowany przez wszystkie liczące się podmioty międzynarodowe. Dlatego też nowy system na pewno nie będzie globalny, tak jak globalny nie był *de facto* system z Bretton Woods[9]. Pomysły używania międzynarodowej waluty, by realizować cele klimatyczne, też nie są zupełnie nowe. Postulują to Chmielewska i Sławiński [2021]. Proponują oni stosowanie w tym celu SDR-ów. Wymagałoby to jednak zgody wszystkich członków MFW, co może być znacznie trudniejsze do wykonania niż stworzenie podobnego programu na poziomie Fed bądź EBC[10]. System taki mógłby zatem mieć charakter co najmniej regionalny.

Początkowo zatem terytorium, na którym obowiązywać mógłby system wykorzystujący CBDC, byłaby UE oraz współpracujące z nią państwa. Na tym obszarze już dziś dąży się do zachowania neutralności klimatycznej oraz próbuje się obniżyć emisję gazów cieplarnianych, np. za pomocą systemu emisji CO_2. Zakładając zatem, iż nowa waluta cyfrowa będzie miała za zadanie wspierać rozwój zielonej energii, najlepszym jej emitentem wydaje się EBC. Przedstawione wcześniej wypowiedzi takich członków zarządu tego banku jak Schnabel oraz Elderson wskazują na rosnącą gotowość do włączenia się EBC w ten proces. Przed poznaniem możliwości funkcjonowania takiej waluty, należy jednak omówić kilka ogólnych – koncepcyjnych i technicznych – kwestii wiążących się z wykorzystaniem CBDC do realizacji celów klimatycznych.

Pierwszą i najważniejszą kwestią, jaka nasuwa się przy poruszaniu zagadnień koncepcyjnych, jest potrzeba wprowadzenia nowej formy waluty. Czy istnieje konieczność wprowadzania CBDC jako instrumentu wspomagającego politykę klimatyczną? Chmielewska i Sławiński [2021] wskazują, iż od czasów kryzysu finansowego banki centralne coraz śmielej używały programów luzowania ilościowego (*quantitative easing*, QE). Tym samym pod zastaw papierów wartościowych zwiększana była płynność finansowa banków oraz rządów. Widać więc wyraźnie, iż banki centralne mogły zwiększyć swoje bilanse za pomocą gotówki i dopiero wtedy przekazywać ją na rynek. Nie potrzebna była im cyfrowa reprezentacja pie-

8 Nie wydaje się możliwe, by parytet ten został w obecnych czasach przywrócony w jakiejkolwiek formie.

9 Mimo początkowego uczestnictwa w negocjacjach ZSRR inne państwa bloku wschodniego nie były częścią systemu [Jurek, 2011].

10 Niemniej także ci autorzy uznają, iż nawet największe banki centralne nie mają zarówno mandatu, jak i możliwości, by w pojedynkę wspierać zieloną transformację.

niądza. Takie działania sprawiają jednak, że bank centralny osłabia swój wpływ na pierwotny cel, jakim jest stabilizacja cen. Jeśli europejski bank centralny ma współpracować z rządami państw w celu powstrzymania zmian klimatycznych, nie może zrobić tego kosztem celu inflacyjnego oraz wiarygodności. By nie utracić wiarygodności wyjściowej, zgodnie z definicją Claveau i in. [2022], bank centralny musi dostać nowe narzędzie, za pomocą którego będzie mógł realizować dodatkowe cele.

Pojawia się zatem pytanie, w jaki sposób emitowana przez tę instytucję ECBDC może wspierać cele klimatyczne. Pierwszą, nie do końca oczywistą formą takiej inicjatywy, jest wyparcie energochłonnych kryptowalut, takich jak bitcoin. Stoll, Klaaßen i Gallersdörfer [2019] wskazują, że w 2019 r. zużycie energii przekroczyło przez tę kryptowalutę 45 TWh. Wprowadzenie nowej formy waluty w postaci ECDBC może zmniejszyć zapotrzebowanie na krypotowaluty, a tym samym zużycie energii elektrycznej. Główną osią rozważań będą w tym przypadku jednak finansowe możliwości ECDBC. Bear, Campiglio i Deyris [2021] wykazali, iż obecnie wśród europejskich państw brakuje instrumentów zarówno zachęcających, jak i ilościowych. ECBDC mogłaby być tym drugim. Należy więc rozważyć, jak waluta może wspierać działania, od czego uzależniona będzie jej emisja oraz jaki należy przyjąć w tym zakresie limit. Co więcej, jeśli jej użycie miałoby prowadzić do zwiększenia produkcji szeroko pojętej zielonej energii, to samą emisję ECBDC należy powiązać właśnie z tym czynnikiem.

EBC w swoim wspieraniu realizacji celów klimatycznych musi postępować tak, by nie naruszyć obowiązujących traktatów. Nie może więc udzielić pożyczki pod zastaw papierów wartościowych, ponieważ oznaczać będzie to złamanie art. 123 TFUE. EBC mogłoby za to dotować za pomocą ECBDC produkcję energii, która nie ma negatywnego wpływu na klimat[11]. W tym celu należałoby wprowadzić detaliczną formę CBDC. Każda organizacja bądź indywidualna osoba będzie mogła otrzymać subwencję z tytułu wyprodukowanej zielonej energii. Istotną kwestią jest jednak przeznaczenie otrzymanych środków. Powinny to być tylko dalsze inwestycje w odnawialną energię bądź, w przypadku osób indywidualnych, spłata obciążeń podatkowych. Z punktu widzenia detalicznego użytkownika nastąpi więc zachęta do wspierania produkcji czystej energii w postaci obniżenia podatków. Oznacza to jednak, że do skarbów państwa krajów członkowskich tego systemu wpłynie nowa cyfrowa waluta. Ponownie jednak te środki musiałby podlegać pewnym restrykcjom. Wydatkowane byłby tylko na określone cele związane

[11] Kwestie dotyczące tego, co dokładnie powinno zaliczać się do tej grupy (np. energia atomowa), nie są istotne dla celu tego artykułu.

z transformacją klimatyczną bądź – jako że cała UE chce brać odpowiedzialność za cele klimatyczne – jako część składki danego państwa do budżetu UE. Za pomocą ECBDC będzie można dokonać również wykupu papierów skarbowych emitowanych w ramach programu QE.

Należy również rozważyć kwestie techniczne, takie jak emisja samej waluty i pozostawienie jej w obiegu pieniężnym. Emisja musi zostać powiązana z realizacją celów klimatycznych. Wyróżnić można jej dwa warianty:

- fiducjarny – nowe środki emitowane są bez z góry narzuconego limitu; przyjmuje się „parytet energetyczny" określający, jaka suma przysługuje za wyprodukowanie np. 1 KWh; każdy podmiot biorący udział w podziale otrzymuje odpowiednią kwotę, w zależności od np. poziomu produkcji w zeszłym roku; istotną wadą tego podejścia jest brak z góry narzuconego limitu emisji pieniądza;
- kwotowy – przyjmuje się odgórnie ustaloną kwotę do podziału między państwa będące członkami systemu; kwota ta może być dzielona na zasadzie stosunku wyprodukowanej zielonej energii w danym państwie do jej sumy w całej UE.

W obu przypadkach poważnym problemem pozostają wielkość państw biorących udział w projekcie oraz ich obecny stan rozwoju. System uwzględniający takie założenia będzie faworyzował państwa, które dokonały już dekarbonizacji swoich gospodarek, oraz państwa duże, produkujące nominalnie znaczne ilości energii. Należy więc skonstruować odpowiednio wydajny pod tym względem system. Podział środków powinien więc być modyfikowany o np. postępy państwa w dekarbonizacji gospodarki. Emisja ECBDC musi nagradzać kraje wykazujące zmiany dla ochrony klimatu, a nie tylko te, które już ich dokonały.

Innym rozwiązaniem w zakresie przejmowania znacznej części środków przez państwa wysoko rozwinięte jest ujemne oprocentowanie CBDC. By motywować państwa do szybszego wydania nowego instrumentu, można go ujemnie oprocentować. Nie będzie więc możliwości jego długookresowej akumulacji. Wszyscy członkowie takiego systemu będą w tej sytuacji dążyli do jak najszybszego przeprowadzenia proklimatycznych inwestycji.

Opisane bezpośrednie zachęty pieniężne, które stosować będzie EBC, mogą sprawić, iż do systemu zdecydują się dołączyć nowe państwa, które nie płacą jednak składek członkowskich, nie mając tym samym żadnych zobowiązań wobec budżetu UE. Jeśli EBC przyjmowałaby takie państwa do systemu, musiałaby wymieniać swoje ECBDC bezpośrednio na gotówkę na żądanie tych uczestników. Kwestią dyskusyjną jest opłacalność takiego działania z punktu widzenia EBC. Być może, gdyby doszło do rozszerzenia systemu na państwa niezrzeszone w UE, należałoby rozważyć formę dodatkowego zabezpieczenia emisji ECBDC.

Wprowadzenie przez EBC własnej waluty cyfrowej wymagałoby niewątpliwie szerokich konsultacji i zgody wszystkich członków UE. Należy jednak zastanowić się, czy do tak poważnej interwencji EBC w rynek nie byłaby potrzebna zmiana jego mandatu.

16.5. Zakończenie

Banki centralne stoją dziś przed potrzebą zmiany swoich celów i strategii. Wynika to zarówno z presji zewnętrznej, jak i ze zmieniającej się perspektywy funkcjonowania samych bankierów centralnych. W ostatnich latach w wypowiedziach członków EBC, oprócz kwestii tradycyjnie poruszanych w dyskusjach dotyczących polityki pieniężnej, zaczęły znacząco wybrzmiewać akcenty proklimatyczne, co może sugerować, iż będą oni skłonni wspierać w przyszłości działania związane z ochroną klimatu.

Kluczowym problemem jest jednak skala wsparcia i jego rodzaj. EBC nie może ignorować swojego podstawowego celu w postaci stabilizacji poziomu cen. Z tego też powodu wydaje się mało prawdopodobne, by ten bank centralny zaczął realizować programy polegające na bezpośrednim finansowaniu walki ze zmianami klimatu. Jednakże członkowie zarządu EBC wyraźnie sugerują inne rodzaje wsparcia. Obecnie w narracji dominują dwa argumenty. Pierwszy odwołuje się do szerokiej pomocy, jakiej udzielił EBC w celu zamortyzowania negatywnych zjawisk związanych z pandemią COVID-19. Drugim jest spostrzeżenie, że jeśli kryzys klimatyczny będzie negatywnie oddziaływać na poziom cen, to w celu powstrzymania przyszłej wysokiej inflacji należy już dziś reformować politykę energetyczną. Wydaje się więc możliwe, że EBC będzie aktywniej wspierać zieloną politykę klimatyczną.

Jednym z instrumentów, jakiego EBC może użyć do zbudowania nowego ładu klimatycznego, jest CBDC. Jego emitentem musiałby zostać sam EBC, co sprawiłoby jednocześnie, iż wszystkie tak wygenerowane aktywa stałyby się zobowiązaniem banku centralnego. EBC wziąłby więc częściowo odpowiedzialność za reformę energetyczną. Kwestie emisji CBDC musiałyby zostać dokładnie skonsultowane, by była ona sprawiedliwa i wspierała państwa chcące wprowadzić zmiany w sposobie produkowania energii i osiągania neutralności klimatycznej.

Bibliografia

Adalid, R., Alvarez-Blazquez, A., Assenmacher, K., Burlón, L., Dimou, M., Lopez-Quiles, C., Fuentes, N., Meller, B., Munoz, M., Radulóva, P., Ródriguez, C., Shakir, T., Silova, G., Soons, O., Ventula, A., Veghazy, A. (2022). CBDC and Bank Intermediation in the Euro Area, *SUERF Policy Note*, 281.

Aligny, A., Benoist, E., Dold, F., Grothoff, C., Kesim, Ö., I Schanzenbach, M. (2022). Who Comes after Us? The Correct Mindset for Designing a Central Bank Digital, *SUERF Policy Note*, 279.

Baer, M., Campiglio, E., Deyris, J. (2021). It Takes Two to Dance: Institutional Dynamics and Climate-Related Financial Policies, *Ecological Economics*, 190.

Bech, M., Garratt, R., (2017). Central Bank Cryptocurrencies, *BIS Quarterly Review*, September.

Bernanke, B.S. (2013). A Century of US Central Banking: Goals, Frameworks, Accountability, *Journal of Economic Perspectives*, 27(4), s. 3–16.

Bjerg, O. (2017). Designing New Money. The Policy Trilemma of Central Bank Digital Currency, *Copenhagen Business School (CBS) Working Paper,* June.

Bordo, M., (1993). The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview. W: *A Retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform* (s. 3–108), M.D. Bordo, B. Eichengreen (Eds.). Chicago–London: University of Chicago Press.

Chmielewska, A., Sławiński, A., (2021). Climate Crisis, Central Banks and the IMF Reform, *Economics and Business Review*, 7(4), s. 7–27.

Claveau, F., Dietsch, P., Dion, J., Fontan, C. (2022). *Green Central Banking*. Oxford: Oxford University Press.

CPMI (2015). *Digital Currencies, Committee on Payments and Market Infrastructures*, November.

Deutsche Bundesbank (2021). *Digital Money: Options for Payments*, Deutsche Bundesbank Monthly Report, April.

Dyson B., Hodgson G. (2016). *Digital Cash: Why Central Banks Should Start Issuing Electronic Money*. London: Positive Money.

EBC (2022). *Supervisory Assessment of Institutions' Climate Related and Environmental Risks Disclosures*, https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.ECB_Report_on_climate_and_environmental_disclosures_202203~4ae33f2a70.en.pdf (dostęp: 29.09.2022).

Elderson, F. (2021). *Greening Monetary Policy*, https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210213~7e26af8606.en.html (dostęp: 15.04.2022).

European Parliament (2019). *The Future of the Money*. Luxembourg.

Ferguson, N. (2010). *Potęga pieniądza. Finansowa historia świata*. Kraków: Wydawnictwo Literackie.

Grostal, W., Ciżkowicz-Pękała, M., Niedźwiedzińska, J., Skrzeszewska-Paczek, E., Stawasz, E., Wesołowski, G., Żuk, P. (2015). *Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*. Warszawa: Narodowy Bank Polski.

Hammes, D., Wills, D. (2005). Black Gold The End of Bretton Woods and the Oil-Price Shocks of the 1970s, *The Independent Review*, 9(4), s. 501–511.

Iwańczuk-Kaliska, A. (2018). Pieniądz cyfrowy banków centralnych wnioski z analizy wybranych koncepcji, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 531, s. 180–189.

Jurek, M. (2008). System waluty złotej jako klasyczny system pieniądza towarowego. W: *Współczesny pieniądz w teorii i praktyce* (s. 197–214), Z. Knakiewicz (red.). Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.

Jurek, M. (2011). *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej.* Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

Knakiewicz, Z. (1984). Polskie koncepcje monetarne, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 4, s. 59–78.

Kokoszczyński, R. (2004). *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*. Warszawa: PWE.

Marchewka-Bartkowiak, K. (2020). Alokacja wpływów budżetowych uzyskanych ze sprzedaży praw do emisji gazów cieplarnianych – przykład Polski. W: *Zielone finanse w Polsce* (s. 55–63), L. Kotecki (red.). Warszawa: Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

Marszałek, P. (2009). *Koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

MFW (2018). Casting Light on Central Bank Digital Currency, *IMF Staff Discussion Note*, 18/08.

NBP (2021). *Pieniądz cyfrowy banku centralnego*. Warszawa: Narodowy Bank Polski.

OECD (2012). *OECD Environmental Outlook to 2050. The Consequences of Inaction*. Paris: OECD Publishing.

Panetta, F. (2022a). *Central Bank Digital Currencies: Defining the Problems, Designing the Solutions*, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220218_1~938e881b13.en.html (dostęp: 15.06.2022).

Panetta, F. (2022b). *A Digital Euro That Serves the Needs of the Public: Striking the Right Balance*, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220330_1~f-9fa9a6137.en.html (dostęp: 15.06.2022).

Parker, M. (2017). The Impact of Disasters on Inflation, *Economics of Disasters and Climate Change*, 2(1), s. 21–48.

Richard, S., Tol, J. (2019). The Economic Impacts of Climate Change, *The University of Chicago Press Journals*, 12(1), s. 4–25.

Schnabel, I. (2020). *When Markets Fail – The Need for Collective Action in Tackling Climate Change*, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200928_1~268b-0b672f.en.html (dostęp: 15.06.2022).

Schnabel, I. (2021). *From Green Neglect to Green Dominance?*, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210303_1~f3df48854e.en.html (dostęp: 15.06.2022).

Stoll, Ch., Klaaßen, L., Gallersdörfer, U. (2019). The Carbon Footprint of Bitcoin, *Joule*, 3(7), s. 1647–1661.

Truman, E. (2017). The End of the Bretton Woods International Monetary System, *Working Paper Peterson Institute for International Economics*, 17/11.

Wilczyński, W. (1997). Pięć lat transformowania gospodarki polskiej: 1989–1994. Próba analizy jakościowej. W: *Od Grabskiego do Balcerowicza. Systemy pieniężne w gospodarce polskiej* (s. 67–82), Z. Knakiewicz (red.). Poznań: Instytut Historii UAM.

Zioło, M., Bak, I., Cheba, K. (2019). Environmental Taxes. How Public Policy Makers Can Use Them in the Decision-Making Process, *Procedia Computer Science*, 159, s. 2216–2223.

THE EUROPEAN CENTRAL BANK'S DIGITAL CURRENCY AS AN INSTRUMENT TO SUPPORT THE DEVELOPMENT OF RENEWABLE ENERGY

Abstract

In the context of potential measures aimed at counteracting climate change, specific solutions to the functioning of the monetary and financial spheres are increasingly being considered. This applies to the so-called green finance, instruments of central and commercial banks to support only pro-environmental initiatives or specific solutions in the selection of a monetary unit and the construction of the entire currency system. The aim of this paper is to outline an introduction to a new digital European currency, which not only could provide economic and monetary stability, but also contribute to the wide use of renewable energy. This currency could constitute part of the new monetary order being designed, which is taken into consideration in the context of developing the "new Bretton Woods". The first section of the paper characterises theoretical and practical assumptions of the possibilities and methods to support pro-climate goals by central banks, on the example of the ECB activities. The second section presents the most important aspects of the digital currency, including its advantages and disadvantages. The last part deals with the technical aspects of the European CBDC in the context of the links between the currency and the production of "clean" energy.

Keywords: central banks, CDBC, ECB, renewable energy, monetary systems, technological change

JEL classification: E42, E58, O33, Q42

POSTSCRIPTUM

System z Bretton Woods i jego dziedzictwo (wywiad)[1]

Zbigniew Polański

Dlaczego ustanowiono system z Bretton Woods?

System z Bretton Woods, tj. nowy porządek monetarno-finansowy wolnorynkowego świata zachodniego, ustanowiono pod koniec II wojny światowej i bezpośrednio po niej. Jego powstanie było reakcją na bardzo negatywne doświadczenia ekonomiczne okresu międzywojennego, kiedy próbowano powrócić do systemu waluty złotej sprzed I wojny światowej, co skończyło się wielkim kryzysem lat 30. XX w. oraz depresją i stagnacją gospodarczą z długotrwałym wysokim bezrobociem.

Jakie były następstwa wprowadzenia tego systemu dla polityki gospodarczej – monetarnej, fiskalnej i kursowej?

Zanim odpowiem na to pytanie, muszę krótko opowiedzieć, na czym polegał ten nowy porządek monetarno-finansowy, wprowadzony na mocy uzgodnień z Bretton Woods z lipca 1944 r. W tym kontekście warto również na marginesie dodać, że polska delegacja – jako jedna z 44 – też uczestniczyła w tej konferencji, dołączając do grona państw założycieli systemu. Niestety, w 1950 r. wystąpiła z kluczowej instytucji systemu, tj. Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), i dopiero jesienią 1981 r. złożyła wniosek o ponowne przystąpienie do niego, co zmaterializowało się jednak dopiero parę lat po stanie wojennym, w 1986 r.

[1] Wywiad ukazał się 26 listopada 2021 r. na stronie internetowej *Gazety SGH* oraz w drukowanej wersji magazynu *Gazeta SGH Insight*; rozmawiała Karolina Cygonek.

Na czym polegał porządek uzgodniony w Bretton Woods?

Po pierwsze, wprowadzono system stałych kursów walutowych, które w sytuacjach trwalszych nierównowag w handlu zagranicznym mogły być zdecydowanie zmieniane. Nowy system miał więc łączyć zalety systemu kursu stałego, jakim był system waluty złotej, oraz systemu kursów płynnych – zmiennych. Instytucją, która miała ten system nadzorować i koordynować, był wspomniany już MFW.

Po drugie, nowy system kursowy nie opierał się bezpośrednio na złocie, tylko na dolarze amerykańskim, który dla banków centralnych uczestniczących w systemie był wymienialny na złoto znajdujące się w rękach rządu amerykańskiego (po wojnie dysponował on około dwiema trzecimi światowych zasobów złota monetarnego). Innymi słowy, był to system dolarowo-złoty dla władz monetarnych w ich wzajemnych rozliczeniach. Należy natomiast pamiętać, że w obiegu wewnętrznym gospodarek tych państw złoto już nie krążyło jako pieniądz – taka sytuacja skończyła się zasadniczo wraz z klasycznym systemem waluty złotej na początku I wojny światowej (w USA nieco później, tj. w czasie wielkiego kryzysu).

Po trzecie, w skład systemu uzgodnionego w Bretton Woods wchodził też Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju, znany obecnie jako instytucja grupy Banku Światowego. Jest to międzynarodowy bank rozwoju, który powstał w wyniku stagnacji ekonomicznej z lat 30. XX w. oraz dążenia do odbudowy gospodarczej po II wojnie światowej. Jak wiadomo, Bank Światowy funkcjonuje do dziś i wspomaga walkę z ubóstwem oraz rozwój gospodarczy wielu krajów świata, w tym np. Polski.

Wprowadzenie nowego systemu kursowego zasadniczo zmieniło sposób prowadzenia polityki gospodarczej.

Wracając do Pani pytania dotyczącego jego następstw dla polityki monetarnej, fiskalnej i kursowej, można powiedzieć, że tak. O ostatniej z nich była przed chwilą mowa – należy tylko dodać, że tej nowej polityce kursowej towarzyszyła ograniczona wymienialność walut uczestniczących w systemie: dopiero w końcu lat 50. XX w. wprowadzono wymienialność dotyczącą handlu zagranicznego (a dokładniej mówiąc – obrotów bieżących bilansu płatniczego), którą z czasem stopniowo, ale w sposób nie w pełni skoordynowany, rozszerzano na tzw. przepływy kapitałowe, tj. ruchy pieniądza związane z działalnością inwestycyjną i pożyczkową.

W takiej sytuacji polityka zarówno fiskalna, jak i pieniężna mogła się w pełni skoncentrować na wewnętrznych potrzebach krajów. Priorytet dano pełnemu zatrudnieniu. Problemy z bezrobociem, stagnacją i deflacją były kluczowym wspo-

mnieniem lat 30. XX w., doświadczeniem tak naprawdę zakończonym dopiero wraz z polityką gospodarczą okresu II wojny światowej.

Niewiele upraszczając, można zatem powiedzieć, iż polityka gospodarcza prowadzona w ramach systemu z Bretton Woods była rezultatem obaw, że problemy wielkiego kryzysu i depresji mogą wrócić. Ta nowa polityka ekonomiczna, a właściwie sytuacja gospodarcza z lat 50. i 60. minionego stulecia, jest postrzegana jako wyjątkowa w historii świata zachodniego. Wystarczy wspomnieć, że wzrost gospodarczy wynosił w tym czasie średnio 5–6% rocznie, bezrobocie było niskie, a inflacja była ustabilizowana. W końcu lat 60. sytuacja zaczęła się jednak psuć.

W sierpniu 2021 r. minęła 50. rocznica zawieszenia wymienialności dolara na złoto. Dlaczego było to jedno z najważniejszych wydarzeń w polityce gospodarczej, finansach i historii pieniądza? Dlaczego w 1971 r. podjęto taką decyzję?

Tak jak wcześniej powiedziałem, jednym z założeń systemu z Bretton Woods była wymienialność dolara amerykańskiego na złoto, ograniczona, co prawda, tylko do banków centralnych. Cena złota wynosiła 35 USD za uncję (około 31,1 g), stanowiąc – mówiąc metaforycznie – „kotwicę" dla systemu. Obecnie uznaje się, że od początku ta cena złota była zbyt niska. Nie chcę, aby zabrzmiało to w sposób naciągany, ale zauważmy, że w ostatnich latach cena uncji złota sięgnęła nawet 2 tys. USD.

W 1971 r. zdecydowano, że wymienialność złota jest dla władz amerykańskich nie do utrzymania. W rezultacie 15 sierpnia tego roku prezydent USA Richard Nixon, w orędziu telewizyjnym, jednostronnie ogłosił, że bank centralny zawiesza wymienialność dolara na złoto. Decyzja ta była częścią szerszego pakietu gospodarczego, o którego innych elementach jeszcze wspomnę. Z samym przemówieniem Nixona można się natomiast zapoznać w Internecie, np. na stronie Richard Nixon Foundation.

W Pani pytaniu są tak naprawdę poruszone dwie ważkie kwestie. Pierwsza dotyczy historii pieniądza i finansów, a w konsekwencji – polityki gospodarczej. W 1971 r., wraz z ostatecznym zawieszeniem wymienialności dolara na złoto, nastąpiło zakończenie procesu odchodzenia od pieniądza w postaci kruszcu-towaru, który rozpoczął się w niektórych najbardziej wówczas rozwiniętych krajach już w połowie XIX w., a wraz z wybuchem I wojny światowej stał się zupełnie oczywisty. Od połowy sierpnia 1971 r. pieniądz był już w pełni fiducjarny, co oznacza, że jego tworzenie stało się praktycznie całkowicie niezależne w sensie technicznym czy też materialnym. Kreacja pieniądza straciła wspomnianą „kotwicę", w znacznym

stopniu niezależną od polityki. To była zmiana cywilizacyjna – epokowa. Obecnie tylko czynniki ekonomiczno-polityczne, w tym funkcjonowanie systemu bankowego, decydują o tym, ile jest pieniądza w obiegu. Od 1971 r. mamy więc do czynienia z pieniądzem całkowicie fiducjarno-bankowym (kredytowym).

Dlaczego akurat w połowie sierpnia 1971 r. doszło do tego ostatecznego „odkotwiczenia" pieniądza od złota?

Upraszczając nieco, trzeba powiedzieć, że zbiegły się tu dwie okoliczności, o których już mówiliśmy, tj. cechy mechanizmu systemu kursowego z Bretton Woods oraz cele polityki gospodarczej, jakie w tym czasie starano się osiągnąć, zwłaszcza w głównym kraju systemu, czyli w USA. Jak pamiętamy, konstrukcja systemu kursowego zakładała wymienialność dolara na złoto. W praktyce oznaczało to, że zagraniczne banki centralne wymieniały w amerykańskim Systemie Rezerwy Federalnej dolary na złoto, szczególnie że nadwyżka handlowa USA stopniowo malała i kapitał amerykański odpływał, w innych krajach systemu (szczególnie w Niemczech, Holandii i Japonii) pojawiły się zaś rosnące nadwyżki handlu zagranicznego. W konsekwencji już w połowie lat 60. wartość amerykańskich zasobów złota zrównała się z oficjalnymi amerykańskimi zobowiązaniami dolarowymi. W kolejnych latach dynamika zmian tych wielkości zaczęła się coraz bardziej „rozchodzić", a zaufanie do dolara utrzymywało się tylko na prestiżu gospodarki amerykańskiej jako największej na świecie, prowadzącej do połowy lat 60. wiarygodną politykę. W II połowie dekady, wraz z nasileniem się działań wojennych w Wietnamie i rozwojem amerykańskich programów społecznych (projekt tzw. Wielkiego Społeczeństwa), na rynkach światowych zaczęło pojawiać się coraz więcej dolarów i innych zobowiązań finansowych USA, podczas gdy zapasy złota tych ostatnich ciągle malały, a inflacja zaczęła wzrastać. Pod koniec dekady dynamika wzrostu gospodarczego spadała, bezrobocie zaś rosło.

W rezultacie na przełomie lat 60. i 70. prezydent Nixon, ubiegający się o reelekcję w 1972 r., stanął przed dylematem, jak dalej nakręcać koniunkturę w celu ograniczenia bezrobocia bez negatywnych skutków ubocznych w postaci odpływu złota i nasilającej się inflacji. Ponieważ wygranie nadchodzących wyborów było dla niego kluczowe, w sierpniu 1971 r. ogłosił pakiet gospodarczy, w skład którego wchodziło m.in. wspomniane ostateczne zaprzestanie kreacji pieniądza w powiązaniu z zasobami kruszcowymi.

Powiedzmy na zakończenie tego wątku, że prezydent Nixon wygrał wybory w 1972 r., ale już dwa lata później – w wyniku afery podsłuchowej Watergate – został usunięty z urzędu. Należy też skonstatować, że USA były zarówno głównym

konstruktorem i twórcą systemu z Bretton Woods, jak i siłą sprawczą jego rozkładu. Inaczej mówiąc, Amerykanie *de facto* stworzyli i zniszczyli system z Bretton Woods poprzez nadanie absolutnego priorytetu wewnętrznym celom w polityce gospodarczej.

Co zawieszenie wymienialności dolara na złoto dało w krótkiej, a co w długiej perspektywie? Konsekwencje załamania systemu z Bretton Woods.

W krótkiej perspektywie świat, nie tylko USA, odczuł duże nasilenie inflacji, któremu towarzyszyło istotne spowolnienie gospodarcze – mówi się, że w latach 70. wystąpiła stagflacja, czyli współistnienie stagnacji gospodarczej i inflacji, a więc zjawisk, które (według przedstawicieli głównych nurtów ekonomicznych) nie powinny razem występować. Stało się tak, ponieważ w wyniku omówionej wyżej polityki USA (prowadzącej do upadku systemu z Bretton Woods) nastąpiło „rozstrojenie" gospodarki nie tylko amerykańskiej, ale także światowej. Proces ten został pogłębiony przez dalszą realizację pakietu gospodarczego z sierpnia 1971 r. (oprócz zawieszenia wymienialności dolara podjęto próby opanowania inflacji za pomocą administracyjnego zamrożenia płac i cen oraz zdecydowano się na wprowadzenie nowych ceł antyimportowych), na którą nałożyły się szoki spowodowane podniesieniem cen ropy naftowej przez kartel OPEC w 1973 r. i w latach następnych. Tak naprawdę USA i reszta świata zachodniego zaczęły wychodzić z tych wszystkich błędnych polityk i szoków dopiero z początkiem lat 80., kiedy zasadniczo zmieniono charakter polityki gospodarczej.

I tu przechodzimy do długiej perspektywy...

Załamanie systemu z Bretton Woods i towarzyszące mu późniejsze wydarzenia spowodowały zwrot w polityce gospodarczej praktycznie na całym świecie, w kierunku, który określa się jako „neoliberalny". Nadawał on priorytet samoregulującym się mechanizmom rynkowym, akcentując cel ograniczenia i stabilizacji inflacji, przypisując bardziej pasywną rolę polityce fiskalnej, wskazując na kluczowe znaczenie polityki pieniężnej w utrzymaniu równowagi ekonomicznej. Obecnie, a właściwie od wybuchu kryzysu z 2008 r., jesteśmy świadkami odchodzenia od tej uproszczonej wizji polityki gospodarczej.

Schodząc jednak na nieco niższy poziom uogólnień, wskazałbym na następujące długookresowe skutki upadku systemu z Bretton Woods. Po pierwsze, upowszechnienie się – już od 1973 r. – płynnych kursów walutowych, a więc takich,

w których to przede wszystkim siły rynkowe wyznaczają wysokość relacji między walutami, rola polityki pieniężnej jest zaś ograniczona (okazjonalne interwencje walutowe) lub pośrednia (poprzez politykę stopy procentowej). Po drugie, nastąpiło rozpowszechnienie się międzynarodowej swobody przepływów kapitałowych, co wzmacniało potrzebę stosowania płynnych kursów walutowych. Po trzecie, po prawie dwóch dekadach od załamania się systemu z Bretton Woods wykrystalizowała się dominująca do dziś strategia polityki pieniężnej, tzw. strategia celu inflacyjnego, w przypadku której to właśnie cel inflacyjny stał się nową „kotwicą" dla działalności banków centralnych. Tej zmianie w polityce pieniężnej towarzyszyło, a w gruncie rzeczy ją warunkowało, rozpowszechnienie się niezależności banków centralnych tak, aby mogły koncentrować się właśnie na celu inflacyjnym. Wreszcie, po czwarte, echem upadku systemu stałych kursów walutowych jest ponowne pojawienie się tendencji do integracji monetarnej. Oczywiście, w obecnym świecie nasilających się znów zjawisk dezintegracyjnych to ostatnie stwierdzenie może wydawać się daleko nie na miejscu, ale pamiętajmy, że od rozkładu systemu z Bretton Woods kraje przyszłej Unii Europejskiej kładły nacisk na stabilizację wzajemnych kursów walutowych, co w pewnym momencie zaowocowało powstaniem strefy euro. Zaryzykuję więc stwierdzenie, że strefa euro jest „dzieckiem" upadku systemu z Bretton Woods.

I jeszcze ostatnia refleksja przy tym pytaniu. Definitywne odejście w kreacji pieniądza od twardej zewnętrznej „kotwicy" w postaci zasobów kruszcowych spowodowało, że nie tylko polityka pieniężna, ale też tak naprawdę cała polityka gospodarcza, zwłaszcza w wymiarze makro, zaczęła opierać się w decydującym stopniu na postrzeganiu władz politycznych, ich wiarygodności i zaufaniu do nich. W przypadku banku centralnego chodzi tu o znaczenie oczekiwań inflacyjnych, ale tak naprawdę w polityce gospodarczej jako całości nastroje, oczekiwania i przekonania uczestników życia ekonomicznego zaczęły odgrywać kluczową rolę w efektywnym wdrażaniu jej w życie. Wcześniej było zdecydowanie inaczej – polityka gospodarcza, a więc i władza polityczna, była spętana czy też znajdowała się w swoistych okowach wyznaczanych przez posiadane zasoby kruszcu, a społeczeństwo – w mniejszym lub większym stopniu – miało tego świadomość i przeważnie to akceptowało.

Czy zawieszenie wymienialności było, *summa summarum*, dobrą decyzją? Jakie widzi Pan zalety tej decyzji, a jakie wady?

Na ten temat są bardzo „rozstrzelone" poglądy. Na przykład ekonomiści tzw. szkoły austriackiej przyjmują krańcowe stanowisko, twierdząc, że latem 1971 r. nastąpiło

„ostateczne morderstwo prawdziwego pieniądza"; był to, według nich, przysłowiowy gwóźdź do trumny pieniądza kruszcowego. Niektórzy kontynuują ten wątek, mówiąc, że wraz z pojawieniem się prywatnych kryptowalut (takich jak np. bitcoin) wrócimy też do standardu waluty złotej, ale w nowym wydaniu, gdzie emisja pieniądza cyfrowego będzie limitowana tak, jak to jest w przypadku wspomnianego bitcoina.

Na rozwój form pieniądza i zasad jego funkcjonowania staram się patrzeć z innej perspektywy. Przecież systemy pieniądza kruszcowego nie były takie fantastyczne, jak to się czasem przedstawia, ale stwarzały mnóstwo problemów dla ludzi (naukowo mówimy o „konieczności dostosowywania się sfery realnej do zjawisk pieniężnych") i tak naprawdę historyczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego na świecie nastąpiło po poluzowaniu „jarzma" systemu złotej waluty, gdzieś w XIX i XX w., różnie w różnych krajach. Z punktu widzenia dzisiejszych problemów inflacyjnych i pewnego „rozstrojenia" gospodarek tęsknota za jakimś zewnętrznym stabilizatorem jest emocjonalnie zrozumiała, ale chyba niepożądana.

Odchodzenie od wymienialności pieniądza widzę jako pewien element szerszego procesu demokratyzacji społeczeństw i państw. Społeczeństwa i ich władze mają do dyspozycji coraz więcej instrumentów, które ułatwiają prowadzenie polityki, nie tylko gospodarczej. Znowu mówiąc bardziej naukowo: wszystko staje się coraz bardziej endogeniczne, tj. zależne od woli i zachowania nas wszystkich – podmiotów życia społecznego. Nie sądzę, aby społeczeństwa zeszły z tej drogi rozwoju, także w obszarze pieniądza. Rzecz raczej w tym, abyśmy nauczyli się lepiej zarządzać tym, co mamy, m.in. właśnie pieniądzem.

Czy obecnie wśród ekspertów mówi się o powrocie w jakiejś formie do systemu z Bretton Woods? Jeśli tak, to w jakim aspekcie, z jakich powodów?

Odpowiadając na to pytanie, warto zauważyć, że po upadku systemu dolarowo-złotego, jakim był system z Bretton Woods, żyjemy obecnie w dolarowym międzynarodowym systemie monetarnym, czego przejawem jest to, że dolar amerykański stanowi nadal główną walutę rezerwową świata (prawie 60% wszystkich rezerw dewizowych). Za sprawą pojawienia się euro oraz wzrostu roli Chin i ich waluty (juana) sytuacja ulega zmianie na niekorzyść dolara, ale wszystko wskazuje na to, że pozostanie on główną walutą światową jeszcze przez pewien czas.

Można powiedzieć, że żyjemy nadal w swoistym „cieniu" systemu z Bretton Woods.

Ponieważ dolar jest ciągle główną walutą rezerwową świata. W pewnym okresie zaczęto nawet mówić, że samorzutnie powstaje „system z Bretton Woods II". Związane to było z tym, że po azjatyckich kryzysach walutowo-finansowych z lat 1997–1998 wiele krajów, w tym przede wszystkim Chiny, zaczęło gromadzić dużo większe niż wcześniej rezerwy dolarowe. Robiły to przede wszystkim dla własnego bezpieczeństwa, żeby mieć broń (czyli te rezerwy walutowe) w razie ataku spekulacyjnego na ich waluty. Po 2014 r. globalne rezerwy dolarowe przestały jednak rosnąć, a ich nominalna wielkość ustabilizowała się wbrew koncepcji odnawiania się systemu z Bretton Woods.

Niewątpliwie pewne składniki systemu z Bretton Woods będą albo mogą być wykorzystywane w ramach polityki gospodarczej, ale są to elementy, części składowe samego systemu, a nie system jako całość. Mam na myśli takie elementy, a właściwie instrumenty polityki gospodarczej, jak selektywne ograniczanie swobody przepływów kapitałowych, zwłaszcza tych o spekulacyjnej naturze, albo – co zresztą robi się w jakimś zakresie – stabilizowanie uznanych za nadmierne i niepożądane wahań kursów walutowych.

Nie ma natomiast zupełnie warunków politycznych, aby w jakiejś postaci reaktywować system z Bretton Woods. Pamiętajmy, że genezą tego systemu w sensie politycznym była ścisła współpraca dwóch ówczesnych mocarstw świata zachodniego: stopniowo ustępującej Wielkiej Brytanii oraz wielkiego zwycięzcy II wojny światowej, nowego hegemona, czyli USA. Można naturalnie powiedzieć, że teraz też jest podobnie: mamy dwa mocarstwa, z których jedno szybko rozszerza swoje wpływy (Chiny), a drugie kres najbardziej dynamicznego rozwoju ma już raczej za sobą (USA). Po II wojnie światowej oba mocarstwa współpracowały jednak ze sobą, choć nie ulega wątpliwości, że USA odgrywały we wszystkim kluczową rolę. W tej chwili między głównymi mocarstwami mamy silną konkurencję, u podłoża której leżą odmienne interesy ekonomiczno-polityczne, co nie sprzyja powstawaniu nowych struktur gospodarczych opartych na współpracy. Prawdą jest jednak również to, że instytucje systemu z Bretton Woods (MFW i grupa Banku Światowego) wciąż funkcjonują – i to najprawdopodobniej przy ich udziale będą nadal zachodziły najważniejsze procesy koordynacyjne w światowej gospodarce.

„System z Bretton Woods i jego dziedzictwo" – wnioski z konferencji naukowej[1]

Joanna Niedźwiedzińska

W maju 2022 r. odbyła się konferencja naukowa zorganizowana przez Instytut Ekonomii Politycznej, Prawa i Polityki Gospodarczej oraz Instytut Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Była ona okazją do – po pierwsze – omówienia zasad funkcjonowania systemu z Bretton Woods w ujęciu historycznym, po drugie – oceny zmian, jakie nastąpiły w kształcie międzynarodowego systemu monetarnego po upadku systemu z Bretton Woods do czasów obecnych, oraz – po trzecie – zastanowienia się nad wnioskami płynącymi z doświadczeń związanych z funkcjonowaniem systemu z Bretton Woods w kontekście działalności banków centralnych w przyszłości. W konferencji wzięli udział przedstawiciele środowiska akademickiego, reprezentujący m.in. Szkołę Główną Handlową, Uniwersytet Warszawski, Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego, Uniwersytet we Fryburgu, a także gość z Banku Światowego oraz pracownicy NBP.

Zarys głównych tematów

Wydarzenie otworzyły wystąpienia rektora SGH dr. hab. Piotra Wachowiaka (prof. SGH) oraz dziekan Kolegium Zarządzania i Finansów dr hab. Joanny Wielgórskiej-Leszczyńskiej (prof. SGH), po których głos zabrał członek Rady Polityki Pieniężnej dr hab. Ireneusz Dąbrowski (prof. SGH). Zarysowane przez nich tematy dotyczyły funkcjonowania systemu z Bretton Woods w latach 1944–1971,

[1] Artykuł ukazał się pierwotnie w czasopiśmie *Obserwator Finansowy* z dnia 7 czerwca 2022 r. Autorka wyraża własne opinie, a nie oficjalne stanowisko NBP.

a także zmian, jakie nastąpiły później w strukturze międzynarodowego systemu monetarnego, oraz oceny rozwiązań przyjętych w ramach systemu z Bretton Woods w odniesieniu do przyszłości banków centralnych. Stąd konferencja była podzielona na trzy główne bloki tematyczne, odnoszące się kolejno do: przeszłości, współczesności i przyszłości. W tym ujęciu zostaną zaprezentowane także płynące z niej konkluzje.

Część I. Historia – sesja prowadzona przez prof. dr. hab. Janusza Ostaszewskiego (SGH)

W tej części referaty zaprezentowali: dr hab. Cecylia Leszczyńska (UW), która przedstawiła zasady działania systemu z Bretton Woods w kontekście polityki walutowej państw zachodnich w latach 1945–1958, dr hab. Henryk Bąk (profesor emerytowany, SGH), omawiający funkcjonowanie mechanizmu walutowego z Bretton Woods na przykładzie wybranych państw europejskich, dr Małgorzata Korczyk (SGH), która rozważała różnice i podobieństwa między paradoksem Młynarskiego a dylematem Triffina, oraz dr hab. Adam Koronowski (prof. UKSW), przekonujący do tezy, że strefa euro jest przykładem chybionych koncepcji, jakie leżały również u podstaw systemu z Bretton Woods.

Dla zrozumienia perspektywy historycznej ważna była prezentacja dwóch alternatywnych koncepcji międzynarodowej współpracy walutowej – planu Keynesa i planu White'a, jako punktów wyjścia do wypracowania systemu z Bretton Woods, który bazował ostatecznie przede wszystkim na wizji White'a. Ze względu na wady dotyczące zarówno założeń, jak i wdrożonych rozwiązań realizacja celów systemu z Bretton Woods okazała się jednak trudniejsza, niż zakładano. Jednym z kluczowych problemów był dylemat Triffina, odnoszący się do ograniczenia płynności krajów z walutą dewizowo-złotą. Materializacja tego zagrożenia doprowadziła do upadku systemu z Bretton Woods, co oznaczało jednocześnie koniec systemu kursów sztywnych wyznaczanych w drodze międzynarodowego porozumienia.

Część II. Współczesność – sesja prowadzona przez dr. hab. Ryszarda Bartkowiaka, prof. SGH

W ramach tego bloku tematycznego omówiono zmiany w strategiach polityki pieniężnej stosowanych przez banki centralne na przestrzeni ostatnich dekad, a więc od załamania się systemu z Bretton Woods do czasów współczesnych, oraz wskazano konsekwencje, jakie dla znaczenia reguł i dyskrecjonalności w polityce pieniężnej miało zawieszenie wymienialności dolara na złoto. Aspekty te zostały

przeanalizowane przez dr. hab. Ryszarda Kokoszczyńskiego (prof. UW) oraz przez piszącą te słowa dr Joannę Niedźwiedzińską (NBP).

Jak wskazano w referatach, odejście od wymienialności na złoto w 1971 r. rozpoczęło w świecie zachodnim erę systemów monetarnych wykorzystujących waluty fiducjarne, w przypadku których zasadnicze znaczenie ma wiarygodność ich emitenta. Różne reżimy monetarne przewidują odmienne sposoby ochrony wiarygodności (w tym w szczególności poprzez wykorzystanie tzw. kotwic nominalnych), sprowadzające się zasadniczo do ograniczenia potencjalnie dużej dyskrecjonalności charakteryzującej waluty fiducjarne. Zmiany w preferencjach banków centralnych co do stosowanych strategii polityki pieniężnej sprawiły, że z czasem dominującym reżimem monetarnym – zwłaszcza wśród większych krajów – stała się strategia celu inflacyjnego. Co ważne, o ile w systemie z Bretton Woods źródłem wiarygodności było utrzymanie standardu wymienialności na złoto i ustalenie sztywnych reguł, o tyle strategia celu inflacyjnego bazuje na antyinflacyjnej retoryce i znaczącym wzmocnieniu instytucjonalnych uwarunkowań funkcjonowania banków centralnych, co przekłada się na bardziej elastyczne podejście do reguł w polityce pieniężnej.

Następnie dr hab. Aneta Kosztowniak (prof. SGH) przedstawiła ocenę wpływu działań Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych w ramach systemu z Bretton Woods na politykę monetarną i bilanse płatnicze w gospodarce światowej na przełomie XX i XXI w., dr Jarosław Janecki (SGH) zaprezentował konsekwencje zmienności w międzynarodowych przepływach kapitału i sposoby na zmniejszenie ich negatywnych skutków, a dr hab. Krzysztof Jarosiński (prof. SGH) omówił znaczenie współczesnych zjawisk kryzysowych z perspektywy stabilności sektora finansów publicznych w świetle doświadczeń wyniesionych z okresu funkcjonowania systemu z Bretton Woods.

Jednym z kluczowych mechanizmów systemu z Bretton Woods była kontrola międzynarodowych przepływów kapitału. W efekcie funkcjonowanie tego systemu – abstrahując od ułomności, które doprowadziły ostatecznie do jego upadku – stabilizowało wahania rachunku bieżącego i finansowego, przejście do systemu kursów płynnych wiązało się natomiast w praktyce z ekspansją przepływów kapitału. To z kolei uwidoczniło negatywne skutki znaczącej zmienności w międzynarodowych przepływach kapitału. W ostatnich latach na różnych forach (np. ONZ, G20) podejmowane są więc dyskusje w sprawie zinstytucjonalizowania globalnych mechanizmów zapewniania płynności. Także podejście MFW do tej kwestii istotnie się zmieniło i obecnie Fundusz zaleca stosowanie instrumentów zapobiegających zwiększonym przepływom kapitału, m.in. poprzez podejmowanie działań ograniczających zyskowność przeprowadzanych transakcji.

Dr Dominik Skopiec (SGH) zajął się natomiast analizą roli złota we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym, wskazując na czynniki przemawiające za jej oczekiwanym dalszym wzrostem.

Choć złoto od czasu rozpadu systemu z Bretton Woods nie pełni już funkcji środka płatniczego ani miernika wartości, to w znaczącym stopniu pozostaje środkiem tezauryzacji. Co więcej, w ostatnich latach znaczenie złota jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych zaczęło ponownie wzrastać, przy czym nie należy tego odczytywać jako przejawu dążenia do reformy międzynarodowego systemu walutowego na wzór systemu z Bretton Woods. Decyzje banków centralnych o zakupie złota wynikają raczej z potrzeby dywersyfikacji rosnących rezerw dewizowych, a także z próby wzmocnienia wiarygodności i zaufania do władz monetarnych. W obliczu różnorakich kryzysów dotykających światową gospodarkę może się to przełożyć na dalszy wzrost zasobów złota w bilansach banków centralnych.

Tematem, który łączył referaty kończące tę sesję, były kwestie związane z kredytami frankowymi. Zagadnienia te poruszyli mgr Maciej Zaleśkiewicz (NBP), który omawiał wyzwania dotyczące stabilności polskiego systemu finansowego jako długofalowy rezultat upadku systemu z Bretton Woods, oraz dr Stanisław Adamczyk (Akademia Sporu Finansowego), który zjawiska *carry trade* i kredyty frankowe również zaprezentował jako konsekwencje załamania się systemu z Bretton Woods prowadzącego do znacznej liberalizacji przepływów finansowych.

Odejście od zasad składających się na system z Bretton Woods, które – mimo pominięcia wielu ważnych uwarunkowań – stanowiły pewnego rodzaju bezpieczniki dla funkcjonowania międzynarodowego rynku finansowego, spowodowało znaczącą liberalizację przepływów kapitału. Doprowadziło to do rozwoju zjawisk sprzyjających m.in. wprowadzeniu na polski rynek kredytów walutowych, w tym frankowych. Produkty te były popularne przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego w 2008 r., w wyniku którego silnie osłabił się kurs złotego, ujawniając przy tym zasadniczą różnicę w konstrukcji tego rodzaju kredytów względem kredytów złotowych. Ze względu na ryzyko prawne dotyczące statusu wcześniej zaciągniętych zobowiązań walutowych kredyty frankowe stanowią obecnie jeden z najważniejszych czynników niepewności w ramach polskiego systemu bankowego.

Część III. Przyszłość – sesja prowadzona przez prof. dr. hab. Zbigniewa Polańskiego (SGH)

Ostatni blok tematyczny dotyczył w głównej mierze pieniądza cyfrowego banku centralnego (*central bank digital currency*, CBDC), o którym mówili w pierwszej kolejności dr Grzegorz Sobiecki (SGH) – w kontekście zdecentralizowanych finan-

sów i stokenizowanej gospodarki, oraz dr Paweł Kowalewski (NBP) – omawiający bezpośredni związek tego rozwiązania z polityką pieniężną.

Upadek systemu z Bretton Woods oznaczał zwiększenie autonomii władz monetarnych, która przełożyła się na eklektyczne podejście do polityki pieniężnej, charakteryzujące się znaczną dyskrecjonalnością. Choć zarówno spadek inflacji, a następnie stóp procentowych w okresie *Great Moderation* („wielkiego uspokojenia") pod koniec XX w., jak i seria kryzysów z początku XXI w., przekładających się także na spadek dochodu z kapitału, były spowodowane czynnikami niekoniecznie związanymi z polityką pieniężną, to skutkowały one rozwojem sektora zdecentralizowanych finansów (DeFi) i poszukiwaniem nowych rozwiązań umożliwiających lokowanie środków w innej formie niż z wykorzystaniem pieniądza fiducjarnego w jego dotychczasowej postaci. Jednym z takich rozwiązań są kryptowaluty, których dynamiczny rozwój rozpoczął się po wybuchu globalnego kryzysu finansowego z 2008 r. i które mogą stanowić wręcz zagrożenie dla klasycznego dwupoziomowego systemu bankowego. Odpowiedzią władz monetarnych na to wyzwanie ma być pieniądz cyfrowy CBDC, którego wpływ na mechanizm transmisji jest uzależniony od wyboru konkretnej konstrukcji CBDC.

Dwa ostatnie referaty zawierały postulat wykorzystania CBDC jako elementu działań banków centralnych podejmowanych w obliczu zielonej i cyfrowej rewolucji. Propozycję tę wysunęli dr hab. Kamilla Marchewka-Bartkowiak (prof. UE w Poznaniu) i dr hab. Paweł Marszałek (prof. UE w Poznaniu), a także mgr Filip Kliber (UE w Poznaniu), który postulował dodatkowo wykorzystanie CBDC jako instrumentu wspierania rozwoju energii odnawialnej.

Coraz częściej w kontekście działań banków centralnych mówi się o potrzebie uwzględnienia zmian klimatycznych. Jedną z propozycji zrozumienia tego problemu była próba zastanowienia się nad uzasadnieniem dla zwiększania roli złota (którego produkcja łączy się z emisją CO_2) w aktywach rezerwowych banków centralnych oraz możliwością zastąpienia go przez aktywo cyfrowe traktowane jako tzw. złoto cyfrowe, a więc waluty cyfrowe banków centralnych lub rozwiązania oparte na pieniądzu międzynarodowym. Alternatywnym sposobem odniesienia się do tych kwestii była analiza możliwości wykorzystania nowej cyfrowej waluty europejskiej jako instrumentu wspierania celów proklimatycznych. Wszyscy prelegenci wyrażali się jednak z dystansem co do zasadności szybkiego wprowadzenia CBDC.

Dodatkowe głosy w dyskusji – wystąpienia gości specjalnych

Ważnym elementem konferencji były także wystąpienia dr Michała Rutkowskiego (Dyrektor Naczelny w Banku Światowym, Waszyngton, Stany Zjednoczone), który dzielił się swoimi spostrzeżeniami na temat roli Banku Światowego – jako jednej z instytucji finansowych powołanych w Bretton Woods – w rozwoju społeczno-gospodarczym świata, oraz prof. Pawła Dembińskiego (prof. na Uniwersytecie we Fryburgu, Szwajcaria, dr h.c. SGH, Dyrektor Obserwatorium Finansów w Genewie), który zastanawiał się nad potrzebą i możliwością zacieśnienia w przyszłości międzynarodowej współpracy monetarnej.

W tej części obrad wskazywano na problemy z koordynacją działań międzynarodowych oraz absorbcją pomocy kierowanej do krajów najniżej rozwiniętych, gdzie słabości instytucjonalne są bardzo wyraźne. Jednocześnie zauważono, że mimo przeszkód i ograniczonej efektywności wsparcia należy pomagać społecznościom tego potrzebującym.

Główne wnioski

Z referatów przedstawionych na konferencji wynika, że rola polityki pieniężnej w systemie z Bretton Woods była znacząco inna niż obecnie. Wymienialność na złoto i reguły, które miały rządzić międzynarodowym systemem monetarnym w ramach zasad wypracowanych podczas negocjacji w Bretton Woods, oznaczały istotne ograniczenie zakresu działania poszczególnych władz monetarnych. Po upadku systemu dewizowo-złotego mieliśmy natomiast do czynienia z nastaniem standardu walut fiducjarnych, co przełożyło się na zwiększenie skali dyskrecjonalności polityki pieniężnej. Jednocześnie wiele czynników, w części zależnych, a w części niezależnych od działań banków centralnych, spowodowało pojawienie się rozwiązań mających umożliwić lokowanie środków w innej formie niż z wykorzystaniem pieniądza fiducjarnego w jego dotychczasowej postaci. Z kolei rosnąca popularność kryptowalut wymusiła na bankach centralnych zainteresowanie się emisją CBDC, która może doprowadzić do ponownej zmiany zasad rządzących polityką pieniężną.

Znaczenie ustaleń z Bretton Woods w kontekście światowego systemu finansowego po II wojnie światowej – podsumowanie konferencji naukowej „System z Bretton Woods i jego dziedzictwo"

Małgorzata Korczyk

Wprowadzenie

W maju 2022 r. odbyła się w Mikołajkach konferencja naukowa zorganizowana przez Instytut Ekonomii Politycznej, Prawa i Polityki Gospodarczej oraz Instytut Finansów Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Przedmiot debaty stanowiły artykuły zawierające się w trzech grupach tematycznych dotyczących systemu z Bretton Woods. Pierwsza z nich miała charakter historyczny i odnosiła się do zorganizowanej w 1944 r. konferencji oraz specyfiki powstałego wówczas systemu finansowego. Druga część obrad obejmowała skutki jego upadku rozpatrywane z perspektywy współczesności, a trzecia poświęcona była rozważaniom na temat wpływu systemu z Bretton Woods na rozwiązania monetarne, które być może pojawią się w przyszłości.

Konferencję otworzyło wystąpienie dra Michała Rutkowskiego, Dyrektora Naczelnego w Banku Światowym, który omówił rolę tego podmiotu w rozwoju społeczno-gospodarczym świata jako jednej z instytucji powołanej w Bretton Woods. Mówca podkreślił, że nadrzędnym celem Banku Światowego było usunięcie szkód, jakie wywołała II wojna światowa. Bank odegrał również kluczową rolę przy rozwiązywaniu problemów związanych z dekolonizacją oraz upadkiem ZSRR.

O ponadczasowej wadze rozwiązań przyjętych podczas konferencji w Bretton Woods świadczy m.in. fakt, iż powołano instytucję – Bank Światowy, której misją jest walka z ubóstwem w skali globalnej, nawet w krajach o średnim poziomie rozwoju, jak Indie czy Chiny, a pożyczki przyznawane takim krajom jak Kenia stanowią około 10% jej PKB. Mimo iż system z Bretton Woods upadł, Bank Światowy ciągle pomaga w zwalczaniu biedy oraz sprzyja budowaniu warunków do walki z korupcją ograniczającą absorpcję środków pomocowych.

Część I. Historia – sesja prowadzona przez prof. dr. hab. Janusza Ostaszewskiego (SGH)

Pierwszy artykuł pt. *Zasady z Bretton Woods a polityki walutowe państw zachodnich w latach 1945–1958* zaprezentowała dr hab. Cecylia Leszczyńska. Prelegentka pokazała, że założenia towarzyszące tworzeniu systemu z Bretton Woods różniły się od jego rzeczywistego funkcjonowania. Twórcy systemu chcieli, aby łączył on zalety klasycznego standardu złota i kursu płynnego, co pozwalałoby zachować stabilny kurs walutowy (z możliwością modyfikacji w warunkach fundamentalnej nierównowagi) przy realizacji polityki pełnego zatrudnienia. Jak wskazała autorka, system kursowy, który miał być regulowany (dewaluacje z lat 1948–1949 uderzyły w prestiż Międzynarodowego Funduszu Walutowego), ewoluował w kierunku kursu sztywnego z dominującą rolą dolara, chociaż zakładano równość walut (chodziło o ich zastosowanie w międzynarodowych rozliczeniach). W pierwszej fazie prac system oparty był na dwóch kluczowych walutach: brytyjskim funcie i dolarze amerykańskim, lecz funt został wyparty przez dolara jako waluta zarówno rezerwowa, jak i rozliczeniowa. Nie bez znaczenia dla różnic między założeniami a realizacją projektu z Bretton Woods pozostawał podkreślony przez prelegentkę fakt, iż po II wojnie światowej pamiętano o ułomnościach międzynarodowego systemu walutowego z okresu międzywojennego, choć wyolbrzymiano przy tym szkodliwość dewaluacji walut ze względu na brak pełnej wiedzy o specyfice ówczesnej rzeczywistości.

Jak zauważył w drugim prezentowanym artykule (*Funkcjonowanie mechanizmu walutowego z Bretton Woods na przykładzie wybranych państw europejskich*) dr hab. Henryk Bąk, pewne było jednak to, że doświadczenia międzywojenne ujawniły potrzebę międzynarodowej współpracy walutowej i wzajemnego koordynowania polityki gospodarczej krajów rozwiniętych w celu utrzymania ładu walutowego. Po II wojnie światowej rozważano jego dwie konkurencyjne koncepcje: brytyjski plan Keynesa, zakładający stworzenie międzynarodowego bankowego pieniądza rozrachunkowego (bancor), oraz amerykański plan White'a, który postulował pozostanie

przy złocie i walutach wymienialnych na złoto jako pieniądzu międzynarodowym. System z Bretton Woods oparto w dużej mierze na rozwiązaniach zaproponowanych przez White'a, co według autora wystąpienia wiązało się z akceptacją dolara jako waluty światowej oraz problematycznej, podwójnej roli złota: było ono zarówno aktywem rezerwowym z ustaloną ceną oficjalną z 1934 r., jak i towarem, którego koszty produkcji rosły, czemu od lat 50. XX w. towarzyszył także zwiększony popyt prywatny. Przy wzroście światowych rezerw dolarowych i spadku rezerw złota w Stanach Zjednoczonych złoto nie mogło stanowić dłużej zabezpieczenia międzynarodowych zobowiązań dolarowych, upadek systemu z Bretton Woods w latach 1971–1973 był więc konsekwencją defektów jego struktury.

Zrozumienie istoty wadliwości powyższego systemu wymaga sięgnięcia do dylematu Triffina, o którym traktował kolejny artykuł pt. *Młynarski vs Triffin: Jeden czy dwa dylematy* autorstwa dr Małgorzaty Korczyk. Dylemat Triffina to koncepcja ukazująca konieczność dokonania wyboru w polityce Stanów Zjednoczonych w czasach funkcjonowania systemu z Bretton Woods między dwoma niekorzystnymi rozwiązaniami: ciągłym zwiększaniem deficytu bilansu płatniczego, co groziło przyrostem zobowiązań dolarowych w stosunku do rezerw złota, a ograniczeniem deficytu, w wyniku którego doszłoby do zmniejszenia płynności w krajach systemu. W świetle tego dylematu świat skazany był na deflację, gdyż jego autor sugerował się specyfiką systemu dewizowo-złotego okresu międzywojennego. Jak wspomniała na konferencji dr hab. Cecylia Leszczyńska, problem deflacji wyolbrzymiano z powodu niedoskonałej wiedzy o ówczesnym systemie, którego słabe strony analizowali już przed II wojną światową tacy ekonomiści z Komitetu Finansowego Ligi Narodów jak Feliks Młynarski. Współcześni badacze właśnie jemu przypisują autorstwo wspomnianego dylematu, choć w rzeczywistości mówi się tu o paradoksie Młynarskiego, zgodnie z którym pozornie inflacyjny międzywojenny system walutowy przyniósł deflację w wyniku protekcjonistycznych działań rządów oraz ograniczania konsumpcji przez nadmierne opodatkowanie. Można powiedzieć, że upadek systemu z Bretton Woods był zbieżny z wizją istoty wadliwości systemu dewizowo-złotego okresu międzywojennego nakreśloną przez Młynarskiego, lecz po II wojnie światowej doszło do zmian w polityce gospodarczej rządów poszczególnych państw.

Dr hab. Adam Koronowski w artykule *Strefa euro jako dziedzictwo i uwieńczenie chybionych koncepcji z Bretton Woods* stwierdził, że system z Bretton Woods nie był przełomowy w stosunku do międzywojennego systemu dewizowo-złotego, ponieważ pozostał systemem kursów urzędowych ze wszystkimi jego wadami (m.in. immanentną niestabilnością, w szczególności w warunkach wymienialności walut), a istotna różnica polegała na tym, że wrogie dewaluacje zastąpiono kursem

sztywnym. Mimo chylenia się systemu z Bretton Woods ku upadkowi na przełomie lat 60. i 70. XX w. członkowie Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej (późniejszej Unii Europejskiej) zdecydowali się na utworzenie unii walutowej. Kraje EWG w 1971 r. ustaliły, iż będą utrzymywać wahania kursów swoich walut – w stosunku do kursu centralnego – na poziomie ±1,125%, a w 1979 r. zaczął działać system ERM (Exchange Rate Mechanism), w ramach którego obowiązywały kursy z dopuszczalnym przedziałem wahań ±2,25%. Podobieństwo do systemu z Bretton Woods obrazuje fakt, iż w przypadku wystąpienia strukturalnej nierównowagi kursy te mogły podlegać zmianom za zgodą członków systemu ERM. Mimo kryzysu, jaki dotknął kraje stosujące ten mechanizm, w 1992 r. doszło do utworzenia strefy euro, która, jak akcentował autor, nie wyeliminowała napięć i wahań dewastujących systemy kursów urzędowych, ale uniemożliwiła ich rozładowywanie za sprawą zmiany kursów. Wiele krajów po upadku systemu z Bretton Woods przyjęło jednak kursy płynne oraz odmienne strategie polityki pieniężnej, o czym była również mowa w wystąpieniu otwierającym drugą część konferencji.

Część II. Współczesność – sesja prowadzona przez dr. hab. Ryszarda Bartkowiaka, prof. SGH

Artykuł dr Joanny Niedźwiedzińskiej pt. *Zmiany w międzynarodowym systemie walutowym oraz ich implikacje dla wiarygodności i dyskrecjonalności reżimów monetarnych – od systemu z Bretton Woods do strategii celu inflacyjnego* dotyczył poszukiwania odpowiedniej strategii polityki pieniężnej przez banki centralne po wprowadzeniu walut fiducjarnych w wyniku upadku systemu z Bretton Woods. Część krajów, jak już wspomniano, przyjęła kursy sztywne, a część kursy płynne, w ramach których stosowano strategię kontroli podaży pieniądza jako sposób obniżenia inflacji w duchu teorii monetarystycznej (lata 70. XX w. – m.in. USA, Kanada, Wielka Brytania). W wyniku innowacji finansowych utrudniony został pomiar podaży pieniądza, co skłoniło rządy państw do znalezienia innego rozwiązania. Jak wskazała autorka, na przełomie lat 80. i 90. XX w. zaczęto stosować strategię publicznie ogłaszanego celu inflacyjnego, która upowszechniła się w pierwszych dekadach XXI w. W artykule dokonano również porównania zasad prowadzenia polityki pieniężnej w systemie z Bretton Woods oraz w ramach strategii celu inflacyjnego, z którego wyłania się przewaga drugiego rozwiązania nad pierwszym. W opinii prelegentki realizacja strategii celu inflacyjnego wymaga przede wszystkim niezależności banków centralnych, ich demokratycznej kontroli oraz transparentności w dążeniu do budowania wiarygodnej polityki pieniężnej.

Strategia ta pozwala również na dyskrecjonalność przy jednoczesnym stosowaniu reguł dzięki przejrzystości działań władz monetarnych.

Do problemu wiarygodności oraz reputacji władz monetarnych nawiązał w swoim artykule pt. *Konsekwencje ekonomiczne zawieszenia wymienialności dolara na złoto: polityka pieniężna wciąż między regułami a dyskrecjonalnością* dr hab. Ryszard Kokoszczyński, który omówił ich znaczenie z perspektywy stabilnego funkcjonowania gospodarek w okresach odchodzenia od reguł w polityce pieniężnej (brak kotwicy nominalnej). Autor pokazał, że w historii wielokrotnie dochodziło do zawieszenia wymienialności banknotów na złoto (system waluty złotej jako reguła dla polityki pieniężnej). Przykładem może być Wielka Brytania, gdzie w latach 1797–1821 o utrzymaniu zaufania do pieniądza zadecydowała wiarygodna polityka Banku Anglii. Upłynnienie kursów walutowych po 1971 r. pokazało jednak, że prowadzona polityka pieniężna może mieć negatywny wpływ na gospodarkę, pojawiła się więc potrzeba znalezienia innej kotwicy nominalnej. Część krajów przyjęła kontrolę podaży pieniądza, jak wspomniała w opisanym wcześniej artykule również dr Niedźwiedzińska, a część sztywne kursy walutowe. Kłopoty ze stosowaniem tych strategii w obliczu wzrostu przepływów kapitałowych poskutkowały pojawieniem się strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, która polega m.in. na prowadzeniu polityki pieniężnej w powiązaniu z szeroką analizą sytuacji gospodarczej, i określeniem liczbowej wartości celu inflacyjnego. Jak podkreślił autor, pozwala ona uniknąć problematycznego wyboru między regułami a dyskrecjonalnością, a jej zalety, choć pod pewnymi względami dyskusyjne, powodują, iż przetrwała ona, mimo kryzysu z 2007 r., do dziś z pewnymi modyfikacjami.

Pogląd o przewadze kursu płynnego nad kursem sztywnym bywa krytykowany. Dr hab. Aneta Kosztowniak w artykule pt. *Wpływ Systemu Rezerwy Federalnej i systemu z Bretton Woods na politykę monetarną i bilanse płatnicze w gospodarce światowej na przełomie XX i XXI w.* zwróciła uwagę na to, że system walutowy wywiera istotny wpływ na efektywność polityki pieniężnej, a system z Bretton Woods mimo pewnych mankamentów stabilizował politykę gospodarczą krajów, które go tworzyły. Dotyczyło to przede wszystkim wahań na rachunku bieżącym i finansowym. Jego upadek nie był więc według autorki nieuchronny, gdyż system przetrwałby, gdyby Stany Zjednoczone prowadziły mniej ekspansywną politykę fiskalną i pieniężną. Zamiast tego nastąpił spadek zaufania do dolara, który przełożył się na obniżenie jego kursu i wzrost oczekiwań inflacyjnych na rynku amerykańskim. Autorka wyraziła przekonanie, iż w powstałym systemie kursów płynnych (wielodewizowym) kryzys jednej waluty nie powoduje zagrożenia dla stabilności całego systemu, ale zerwanie z parytetem złota zwiększa ryzyko zakłóceń w stosunkach finansowych świata przy okazji kryzysów, co ma związek z ekspansją przepływu

kapitału. Mimo braku powiązań kursu walut z dolarem większość krajów kieruje się nadal rozwiązaniami przyjętymi w polityce gospodarczej Stanów Zjednoczonych.

Problem mobilności kapitału międzynarodowego po upadku systemu z Bretton Woods poruszył w swoim artykule (*Konsekwencje zmienności w międzynarodowych przepływach kapitału i możliwe działania ograniczające ich negatywne skutki*) dr Jarosław Janecki, który podczas swojego wystąpienia zaakcentował również fakt, iż upadek systemu z Bretton Woods umożliwił usuwanie barier w przepływie międzynarodowego kapitału, co wpłynęło na rozwój sektora finansowego. Autor zwrócił uwagę na związane z tym zagrożenia w postaci powstawania „baniek spekulacyjnych", generowania zmienności na rynkach finansowych, w reakcji np. na nierównowagę w finansach publicznych, oraz wzrost nierówności w zamożności. System z Bretton Woods dzięki kontroli przepływu kapitału sprzyjał stabilności politycznej i gospodarczej krajów, chociaż odbywało się to kosztem niezależnej polityki pieniężnej. Autor wskazał, że upadkowi systemu towarzyszyły takie zjawiska jak wzrost podaży dolara, zwiększanie rezerw walutowych i rozwój handlu międzynarodowego wraz z powstawaniem nowych instrumentów finansowych. Kryzysy z lat 90. XX w. nasiliły krytykę liberalizacji przepływów kapitałowych, zmieniając podejście MFW w kierunku zwiększania ich kontroli, współczesne wyzwania wymagają natomiast według autora stworzenia nowej architektury globalnych finansów.

Jest to uzasadnione m.in. z uwagi na łatwość przenoszenia się efektów kryzysu z kraju do kraju w warunkach gospodarki otwartej, o czym wspomniał dr hab. Krzysztof Jarosiński w artykule pt. *Stabilność sektora finansów publicznych w gospodarce otwartej wobec współczesnych zjawisk kryzysowych w świetle doświadczeń systemu z Bretton Woods*. Jak podkreślił autor, system finansów publicznych umożliwiający podejmowanie działań stabilizacyjnych jest powiązany z systemem finansów danego kraju, na który wpływają zjawiska generowane przez globalny system finansowy. W czasie spowolnienia gospodarczego, gdy spadają wpływy podatkowe, może zaistnieć konieczność zwiększania długu publicznego, co zagraża stabilności makroekonomicznej, wzrost deficytu budżetowego może prowadzić natomiast do trudności z bilansowaniem transakcji na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, ograniczając możliwość realizacji rozliczeń walutowych koniecznych z punktu widzenia handlu międzynarodowego (na rachunku obrotów bieżących pojawia się deficyt). Kluczowe jest według autora to, iż kryzysy powodują wzrost deficytu budżetowego i długu publicznego, przyczyniając się bezpośrednio do zachwiania ogólnej stabilności na rynkach finansowych. Od czasu konferencji z Bretton Woods dąży się niezmiennie do stworzenia mechanizmów stabilizujących wymianę międzynarodową i rozliczenia walutowe.

W tym kontekście ważna jest zmieniająca się rola złota, które zostało zdemonetyzowane w wyniku upadku systemu z Bretton Woods, o czym traktował artykuł dr. Dominika Skopca pt. *Rola złota we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym i perspektywy jej zwiększenia*. Jak podkreślił autor, złoto w systemie z Bretton Woods odgrywało kluczową rolę nie tylko z powodu ustalenia parytetu dolara do złota, lecz także ze względu na ustanowienie go kotwicą monetarną systemu. Pozostało ono zatem miernikiem wartości, podczas gdy funkcję środka płatniczego pełnił przede wszystkim dolar amerykański, który, tracąc wiarygodność wskutek systematycznego spadku pokrycia dolarów w obiegu rezerwami złota, skłaniał europejskie banki centralne do zwiększania rezerw kruszcu. Demonetyzacja złota w wyniku decyzji podjętych na konferencji w Kingston w 1976 r., sformalizowana w 1978 r. na mocy drugiej poprawki do statutu MFW, stworzyła warunki do nieograniczonej emisji pieniądza. Mimo zlikwidowania formalnej roli dolara w międzynarodowym systemie walutowym pozostał on dominującą walutą międzynarodową. Kryzys z lat 2008–2010 spowodował, że banki centralne, po wielu latach wyprzedaży rezerw złota, stały się po raz kolejny jego nabywcami netto. Według autora nie doprowadzi to jednak do reformy systemu finansowego opartej na przywróceniu wymienialności walut na złoto, gdyż kluczową barierą dla ponownego powiązania pieniądza krajowego ze złotem są wahania ceny rynkowej kruszcu, a także wysoki poziom rozwoju systemów płatniczych. Należy jednak przypuszczać, że wzrośnie znaczenie złota jako aktywa rezerwowego banków centralnych z powodu m.in. spadku zaufania do systemu opartego na kredytowej emisji pieniądza, wzrostu napięć geopolitycznych oraz tendencji do cyfryzacji i prywatyzacji pieniądza.

Kolejną zauważalną współcześnie konsekwencją upadku systemu z Bretton Woods jest pojawienie się w I dekadzie XXI w. walutowych kredytów hipotecznych w bilansach polskich banków komercyjnych, czemu przyjrzał się mgr Maciej Zaleśkiewicz w artykule pt. *Aktualne wyzwania dla stabilności polskiego systemu finansowego jako długofalowy rezultat upadku systemu z Bretton Woods*. Autor wskazał, iż największe zagrożenie dla stabilności polskiego systemu finansowego wynika aktualnie z materializacji ryzyka prawnego związanego z udzielaniem walutowych kredytów hipotecznych, co skłania do postawienia tezy, że ich udzielanie nie byłoby możliwe, gdyby po odejściu od reguł gospodarki centralnie planowanej nie doszło do wdrożenia w Polsce zmian instytucjonalnych (swoboda przepływu kapitału, wykorzystanie instrumentów pochodnych) analogicznych do tych, jakie pojawiły się w gospodarce światowej po 1971 r. Zmiany te, jak podkreślił autor, z jednej strony umożliwiły kredytobiorcom podejmowanie działań nakierowanych na wykorzystanie zjawiska dysparytetu stóp procentowych, z drugiej zaś pozwoliły

bankom na zastosowanie inżynierii finansowej do zwiększenia skali prowadzonej przez nie działalności kredytowej, przy czym między oboma typami działań aktorów gospodarczych zachodziło sprzężenie zwrotne.

Kwestia wpływu zjawisk występujących w międzynarodowym systemie finansowym na sytuację polskich kredytobiorców „frankowych" została poruszona przez dr. Stanisława Adamczyka w artykule pt. *Upadek systemu z Bretton Woods, carry trade i kredyty frankowe*. Autor wskazał, że kapitał w celu uchronienia się przed utratą wartości „ucieka" do tzw. bezpiecznej przystani w postaci waluty kraju dbającego o sytuację makroekonomiczną, czyli m.in. franka szwajcarskiego. Zjawisko to stało się problemem dla polskich podmiotów, których zobowiązania denominowano w tej walucie, zwłaszcza że w warunkach płynnych kursów walutowych dochodzi do spekulacji na szeroką skalę. Jak podał autor, wystarczy jedna minuta światowego handlu, by waluty o wartości ok. 1,4 mld dolarów zmieniły swoich właścicieli. Kluczową rolę na rynku walut odgrywa również amerykański System Rezerwy Federalnej, który decyduje o kierunku przepływu międzynarodowego kapitału: ustalane przez niego niskie stopy powodują odpływ dolara na rynki rozwijające się, podczas gdy wysokie stopy hamują spekulację i bańki na rynkach rozwijających się pękają. Według prelegenta wysoka nadpłynność dolarowa działa procyklicznie, uzależniając gospodarkę światową od polityki Fed. Ta z kolei doprowadziła już swego czasu do kryzysu finansowego, który w 2010 r. rozprzestrzenił się po Europie, wpędzając kraje z południa kontynentu w zadłużenie, co zmusiło EBC do zakupu ich obligacji skarbowych kosztem osłabienia wspólnej waluty, w szczególności w stosunku do franka. Przełożyło się to bezpośrednio na sytuację polskich kredytobiorców, gdyż kurs CHF/PLN jest kursem krzyżowym.

Część III. Przyszłość – sesja prowadzona przez prof. dr. hab. Zbigniewa Polańskiego (SGH)

Część trzecia konferencji została poświęcona wpływowi systemu z Bretton Woods na rozwiązania monetarne, jakie będzie można spotkać w przyszłości. Otworzyło ją wystąpienie prof. Pawła Dembińskiego pt. *Przyszłość międzynarodowej współpracy monetarnej – wishful thinking or absolute necessity?* Wskazał on, że powstawaniu systemu z Bretton Woods towarzyszyły powojenny entuzjazm oraz wiara w to, że uda się uniknąć błędów okresu międzywojennego w tworzeniu nowego ładu monetarnego. Przyznać należy, iż lata 1949–1971 to czas względnej stabilizacji społeczno-gospodarczej w świecie zachodnim, z kolei lata1971–2022 to okres euforii finansowej oraz wątpliwej autonomii polityki monetarnej bory-

kającej się ze wzrostem przepływów kapitałowych. Prof. Dembiński podkreślił, że w obecnej sytuacji nie ma miejsca na współpracę w sferze monetarnej na wzór tej z konferencji z Bretton Woods i należy liczyć się ze współistnieniem różnych rozwiązań, gdyż prowadzenie efektywnej współpracy monetarnej nie jest możliwe bez dobrej współpracy gospodarczej, którą po 1971 r. determinują głównie krótkookresowe interesy narodowe.

Można powiedzieć, że upadek systemu z Bretton Woods przełożył się na „międzynarodowy brak systemu monetarnego", jak zaznaczył dr Grzegorz Sobiecki w artykule pt. *Od systemu z Bretton Woods do zdecentralizowanych finansów, czyli megamechanizmy transmisji impulsów monetarnych jako generator nowego sektora gospodarki*. Jednym ze skutków upadku systemu z Bretton Woods, jak akcentował autor, jest rosnąca płynność sektora finansowego prowadząca do „finansjeryzacji zasobów" powodowanej tym, że rynki finansowe poszukują wysokich zwrotów zarówno w finansowej, jak i w realnej sferze gospodarki. Należy bowiem zaznaczyć, że ceny zasobów zależą nie tylko od ich podaży oraz popytu na nie ze strony gospodarki realnej, lecz także od kapitału spekulacyjnego, co zwiększa niestabilność tych rynków (takich jak np. rynek usług internetowych i rynek nieruchomości na początku XXI w.). Wzrost znaczenia sfery finansowej umożliwiła kreacja pieniądza „z niczego" , uwzględniająca popyt na pieniądz związany m.in. z potrzebami inwestycyjnymi, która dała przewagę instytucjom kredytowym nad podmiotami gospodarki realnej. Jak podkreślił autor, finansjeryzacja rynku nieruchomości sprzed 2007 r. przyczyniła się do globalnego kryzysu i wymusiła konieczność implementacji niestandardowej polityki pieniężnej, co doprowadziło do negatywnego postrzegania przez społeczeństwo istniejącego systemu monetarnego. Dało to jednocześnie impuls do rozwoju od 2008 r. rynku kryptowalut wykorzystujących technologię *blockchain*. System ten oparty jest na posługiwaniu się kryptograficznym dowodem transakcji wykluczającym udział pośredników, a także ograniczającym podaż kryptowalut.

Zjawisko walut cyfrowych nie mogło zostać zignorowane przez władze monetarne, na co zwrócił uwagę dr Paweł Kowalewski w artykule pt. *Od upadku systemu z Bretton Woods do pieniądza cyfrowego emitowanego przez banki centralne (CBDC). Eklektyzm polityki pieniężnej*. Od 2017 r. trzy banki centralne (Bank Szwedzki, Bank Kanady, Bank Danii) zaczęły wyrażać swoje poglądy na temat możliwości emitowania przez nie walut cyfrowych. Autor wystąpienia wyraził wątpliwości co do sposobu zaprojektowania CBDC, ponieważ może być on tylko uzupełnieniem systemu płatniczego w formule *offline* albo wręcz zrewolucjonizować dwupoziomowy system bankowy poprzez umożliwienie klientom otwierania rachunków denominowanych w CBDC w banku centralnym. Trudno przy tym

stwierdzić, czy zastosowanie CBDC zostałoby w tej sytuacji ograniczone do sektora detalicznego, czy też miałoby funkcjonować w wersji hurtowej, dostępnej tylko dla instytucji sektora finansowego. Niepewny jest także wpływ CBDC na kreację pieniądza, ponieważ każdy złoty pożyczony w formie CBDC oznaczałby pomniejszenie płynności banku o wartość tej pożyczki. Cyfrowa waluta mogłaby jednak podnieść skuteczność luzowania ilościowego dzięki pominięciu sektora bankowego. Autor podkreślił, że przy obecnym stanie wiedzy na temat tego typu rozwiązań nie jest bezpieczne dokonywanie zmian w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej poprzez uwzględnienie w nim CBDC.

W obliczu spadku zaufania do obecnego „nieładu monetarnego" pojawiają się koncepcje zwiększenia udziału złota w rezerwach banków centralnych lub zastąpienia go – w związku ze zmianami klimatycznymi – wspomnianymi walutami cyfrowymi, o czym była mowa w artykule dr hab. Kamilli Marchewki-Bartkowiak i dr. hab. Pawła Marszałka pt. *Złoto jako element rezerw walutowych banków centralnych w obliczu zielonej i cyfrowej rewolucji*. Autorzy wymienili zalety złota jako składnika rezerw w postaci braku ryzyka kredytowego, walutowego i politycznego, trwałości oraz jego ograniczonej podaży. Z kolei wśród wad dostrzegli w szczególności niewystarczającą jego ilość w stosunku do obecnych potrzeb w zakresie płynności, wysokie koszty przechowywania oraz negatywny wpływ jego wydobycia na środowisko. Według autorów zasadnym jest pytanie, czy waluty cyfrowe mogłyby zastąpić złoto w systemie rezerw jako mniej szkodliwe dla środowiska. Ich zalety to przede wszystkim ściśle regulowana podaż, wiarygodność poświadczana przez bank centralny, możliwa szybka powszechna akceptacja jako środka płatniczego i formy tezauryzacji, niski koszt produkcji i magazynowania. Kluczową wadą tego rozwiązania jest z kolei zależność waluty cyfrowej (CBDC) od polityki gospodarczej kraju emitenta, niosąca ze sobą ryzyko „cyfrowej" dolaryzacji oraz wojen walutowych. Jak twierdzą autorzy, trudno dziś wyobrazić sobie zastąpienie złota przez CBDC, ale w obliczu negatywnych zjawisk klimatycznych waluta cyfrowa, mimo pewnych niedostatków, może zacząć być traktowana jako poważna alternatywa inwestycyjna.

W nawiązaniu do zarysowanych wyżej problemów mgr Filip Kliber postawił w swoim artykule (*Waluta cyfrowa EBC jako instrument wspierania rozwoju energii odnawialnej*) pytanie o to, czy możliwe jest stworzenie nowego światowego ładu monetarnego, który oprócz tradycyjnych celów systemów monetarnych pozwalałby osiągać cele środowiskowe. Autor zwrócił uwagę na możliwy problem realizacji tego typu celów przez EBC kosztem celu inflacyjnego, który spowodowałby, że bank centralny musiałby otrzymać nowe narzędzie do osiągania dodatkowych celów, a tym narzędziem mogłaby być waluta cyfrowa. Jej emitentem musiałby zostać sam

EBC, a zatem wszystkie wyemitowane w ten sposób aktywa byłyby zobowiązaniem banku centralnego, który ponosiłby częściowo odpowiedzialność za reformę energetyczną. Autor wskazał, iż w ostatnich latach przedstawiciele władz EBC w swoich wypowiedziach podnoszą kwestie klimatyczne obok zagadnień tradycyjnie poruszanych w dyskusjach dotyczących polityki pieniężnej, co pozwala przypuszczać, iż EBC będzie skłonny wspierać politykę klimatyczną w najbliższych latach.

Zakończenie

Z zaprezentowanych artykułów i wypowiedzi wynika, że tworzeniu systemów monetarnych towarzyszyły i towarzyszą nadal cele wykraczające poza kwestie pieniężne. W przypadku systemu z Bretton Woods była to m.in. chęć uniknięcia błędów okresu międzywojennego, które doprowadziły do wielkiego kryzysu i II wojny światowej. Po upadku systemu z Bretton Woods postanowiono stworzyć warunki służące ograniczeniu dominacji Stanów Zjednoczonych w globalnej gospodarce poprzez zapewnienie innym krajom niezależności (w dużej mierze pozornej) w prowadzeniu polityki pieniężnej. Współcześnie dyskutuje się o uwzględnieniu zagrożeń związanych ze zmianami klimatycznymi w ewentualnych pracach nad zbudowaniem nowego systemu walutowego. Niezmiennie wybrzmiewa jednak potrzeba stworzenia pieniądza „odpornego" na wahania jego siły nabywczej, co może stanowić punkt wyjścia do dalszych badań.

Krótki przegląd głównych wydarzeń związanych z historią systemu z Bretton Woods (1941–1978)

Zbigniew Polański

Data	Wydarzenie	Komentarz
1941		
14 sierpnia	ogłoszenie Karty Atlantyckiej przez Wielką Brytanię i USA	określono m.in. ogólne zasady powojennych stosunków międzynarodowych; następnie rozpoczęto prace nad planami powojennego porządku gospodarczo-finansowego
1943		
	publikacja planów Keynesa i White'a	projekty ram powojennego porządku gospodarczego Wielkiej Brytanii i USA
1944		
1–22 lipca	konferencja w Bretton Woods; sformułowanie statutu MFW (*Articles of Agreement*)	uczestniczyły w niej 44 kraje (delegacje); powołanie MFW oraz MBOiR (Bank Światowy)
1945		
27 grudnia	wejście w życie statutu MFW	podpisany przez rządy 29 państw
1946		
10 stycznia	Polska członkiem MFW	do 14 marca 1950 r.; ponownie przyjęta 12 czerwca 1986 r.
1947		
1 marca	rozpoczęcie działalności operacyjnej przez MFW	pierwszy kredyt udzielony (w maju) Francji
1952		
13–14 sierpnia	przystąpienie Niemiec i Japonii do MFW	

Data	Wydarzenie	Komentarz
1954		
22 marca	reaktywowanie po 15-letniej przerwie prywatnego rynku złota w Londynie	wzrostu popytu na złoto i jego ceny na rynku prywatnym
1957		
28 lutego	pierwsza transakcja eurodolarowa na rynku londyńskim	powstanie tzw. rynku eurodolarowego
1958		
27 grudnia	kraje EWG (i kilka innych państw zachodnioeuropejskich) wprowadzają wymienialność swoich walut w ramach transakcji obrotów bieżących bilansu płatniczego	system z Bretton Woods zaczyna w pełni funkcjonować
1960		
	publikacja książki Roberta Triffina *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*	sformułowanie tzw. dylematu Triffina
1961		
1 listopada	utworzenie poolu (puli) złota (*London Gold Pool*)	umożliwiał interwencję na rynku złota w celu ujednolicenia jego ceny
1968		
14–17 marca	upadek poolu złota	rozpoczęcie podwójnego kwotowania cen złota w dolarach amerykańskich
1969		
28 lipca	wejście w życie pierwszej poprawki do statutu MFW	wprowadziła możliwość kreacji SDR przez MFW
1970		
1 stycznia	alokacja pierwszej transzy SDR	kolejne alokacje pierwszej transzy miały miejsce na początku lat 70. XX w.
1971		
15 sierpnia	przemówienie prezydenta USA Richarda Nixona	ostateczne zawieszenie wymienialności dolara amerykańskiego na złoto; pieniądz fiducjarno-bankowy (kredytowy) na całym świecie
18 grudnia	Porozumienie Smithsoniańskie (waszyngtońskie) (*Smithsonian Agreement*): podniesienie oficjalnej ceny złota z 35 do 38 USD za uncję, zrewaluowanie marki niemieckiej i jena względem dolara amerykańskiego o ponad 10%, rozszerzenie dopuszczalnego pasma wahań kursowych z ±1% do ±2,25% dla głównych walut oraz do ±4,5% dla pozostałych	reforma będąca próbą utrzymania systemu stałych kursów walutowych

Data	Wydarzenie	Komentarz
1973		
19 marca	kraje Wspólnoty Europejskiej upłynniają swoje waluty względem dolara amerykańskiego	początek ery systemu płynnych kursów walutowych
1976		
7–8 stycznia	spotkanie w Kingston (Jamajka)	decyzja o trwałej rezygnacji z systemu kursowego z Bretton Woods
1978		
1 kwietnia	wejście w życie drugiej poprawki do statutu MFW	prawo każdego kraju członkowskiego do wyboru własnego systemu kursowego; oficjalna demonetyzacja złota; formalny koniec funkcjonowania systemu z Bretton Woods

Uwagi: dużo dokładniejsze kalendarium tych (a także późniejszych) wydarzeń przedstawia Jurek [2011, rozdz. 2].

Źródło: opracowanie własne na podstawie publikacji Elson [2021, rozdz. 2], Jurka [2011] i MFW [2022] oraz anglojęzycznej Wikipedii i materiałów przygotowanych w ramach projektu.

Bibliografia

Elson, A. (2021). *The Global Currency Power of the US Dollar. Problems and Prospects*. Cham: Palgrave Macmillan.

Jurek, M. (2011). *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

MFW (2022). *The IMF in History*, https://www.imf.org/external/np/exr/chron/chron.asp (dostęp: 7.11.2022).

NOTY BIOGRAFICZNE

Stanisław Jan Adamczyk, dr, posiada akredytację KNF jako licencjonowany makler papierów wartościowych. Jest założycielem Akademii Sporu Finansowego, uczestnikiem krajowych i międzynarodowych konferencji naukowych oraz działaczem społecznym promującym świadomość finansową. Doświadczenie zawodowe zdobywał w wielu instytucjach rynku finansowego, m.in. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, oraz w kilku bankach, w tym w Citigroup, gdzie rozpoczynał karierę od pracy w roli asystenta, a zakończył ją na stanowisku kierowniczym. Jego zainteresowania badawcze koncentrują się wokół dysfunkcji rynku finansowego i konfliktów interesów zachodzących między sferą finansową a realną, które nierzadko wynikają ze zorganizowanej przestępczości. Posiada na swoim koncie wiele publikacji naukowych. Zajmuje się też organizacją szkoleń dla podmiotów sektora prywatnego i publicznego. Od pięciu lat uczestniczy jako biegły w sporach sądowych dotyczących kredytów powiązanych z frankiem szwajcarskim, wydając przy tym setki opinii.
E-mail: stas.j.adam@gmail.com

Ryszard Bartkowiak, dr hab., profesor Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. W latach 2007–2012 był prodziekanem, a w latach 2012–2020 dziekanem Kolegium Zarządzania i Finansów SGH. Od 2012 r. jest członkiem Senatu SGH, od 2013 r. kierownikiem Katedry Ekonomii Politycznej i Historii Myśli Ekonomicznej, a od 2020 r. dyrektorem Instytutu Ekonomii Politycznej, Prawa i Polityki Gospodarczej. Autor i współautor opracowań z zakresu historii myśli ekonomicznej (m.in. podręcznika *Historia myśli ekonomicznej*, 2003, oraz monografii *Wkład Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie w rozwój myśli ekonomicznej*, 2015), ekonomii rozwoju (m.in. podręcznika *Ekonomia rozwoju*, 2013, oraz monografii *Granice wzrostu gospodarczego a rozwój ekonomii. Wybrane zagadnienia ekonomii neoklasycznej i ekonomii rozwoju*, 2005), współczesnej myśli ekonomicznej (*Stan gospodarki światowej a rozwój teorii ekonomii*, wydanego wspólnie ze Zbigniewem Stańkiem, 2011) i finansów.
E-mail: rbartk@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0002-1960-845X

Henryk Bąk, dr hab., emerytowany pracownik Instytutu Międzynarodowej Polityki Gospodarczej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. W latach 1978–1989 był członkiem zespołu Leszka Balcerowicza (prace nad koncepcją transformacji systemowej

w Polsce), a w latach 1990–2007 doradcą (radcą) wiceprezesa Rady Ministrów w Kancelarii Prezesa Rady Ministrów. Autor ponad 60 publikacji z zakresu polityki gospodarczej, społecznej gospodarki rynkowej, integracji walutowej oraz funkcjonowania strefy euro. W latach 2007–2016 uczestnik seminariów nt. społecznej gospodarki rynkowej we Vlotho (Niemcy).
E-mail: hbak@sgh.waw.pl

Ireneusz Dąbrowski, dr hab., ekonomista i prawnik, profesor Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, członek Rady Polityki Pieniężnej NBP. Specjalizuje się w problematyce stabilności systemów, równowagi ogólnej oraz ekonomii ewolucyjnej. Ukończył studia w SGH oraz na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego. Pracuje w SGH, gdzie w 2006 r. obronił rozprawę doktorską, w 2017 r. uzyskał habilitację, a następnie objął funkcję kierownika Zakładu Ekonomii Monetarnej w Katedrze Ekonomii Stosowanej. Wykładał także w Wyższej Szkole Ubezpieczeń i Bankowości w Warszawie. W latach 2018–2022 pełnił funkcję redaktora naczelnego czasopisma naukowego *Bank i Kredyt*, a w latach 2019–2021 był dyrektorem Departamentu Badań Ekonomicznych NBP.
E-mail: rekinpri@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0001-5353-7985

Paweł H. Dembiński, prof., Uniwersytet we Fryburgu, dyrektor w Observatoire de la Finance w Genewie, doktor h.c. Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Polsko-szwajcarski ekonomista i politolog urodzony w Krakowie. Współzałożyciel Institute for Socio-Economic Studies Eco'Diagnostic. Jego zainteresowania i liczne publikacje naukowe dotyczą zagadnień z zakresu globalizacji finansowej i ekonomicznej oraz kwestii etyki w biznesie. W Polsce opublikował m.in. książki: *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu* (2011), *Kryzys ekonomiczny i kryzys wartości* (wspólnie z Simoną Berettą, 2014) oraz *Etyka i odpowiedzialność w świecie finansów* (2017).
E-mail: pawel.dembinski@unifr.ch

Jarosław Janecki, dr, absolwent Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego. Pracę doktorską obronił w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie, gdzie pracuje obecnie jako adiunkt w Zakładzie Ekonomii Monetarnej w Katedrze Ekonomii Stosowanej. Absolwent studiów Executive MBA (Uniwersytet Łódzki i University of Maryland). W latach 2006–2019 był głównym ekonomistą w banku Société Générale S.A. w Polsce. Wcześniej pracował m.in. w Ministerstwie Finansów w Departamentach Długu Publicznego oraz Polityki Finansowej, Analiz i Statystyki. Prowadzi badania z zakresu bankowości centralnej i funkcjonowania rynków finansowych. Jest autorem artykułów naukowych i publicystycznych dotyczących problematyki gospodarczej, a także laureatem konkursów na najlepsze prognozy walutowe i makroekonomiczne.
E-mail: jjanec@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0001-9486-6670

Krzysztof Jarosiński, dr hab., profesor Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Jego dorobek naukowy mieści się w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinach: ekonomia i finanse oraz nauki o zarządzaniu i jakości. W działalności naukowo-badawczej i dydaktycznej zajmuje się zagadnieniami związanymi z problemami rozwoju gospodarczego, finansowaniem inwestycji, analizą i oceną projektów inwestycyjnych, zarządzaniem w sektorze publicznym, oceną wpływu czynników makro- i mikroekonomicznych na procesy rozwojowe w Polsce i na świecie. Uczestnik programów badawczych i wdrożeniowych finansowanych przez Phare i USAID oraz projektów naukowo-badawczych realizowanych ze środków Narodowego Centrum Nauki i Narodowego Centrum Badań i Rozwoju. Jest promotorem wielu prac doktorskich, magisterskich i licencjackich. Jego dorobek publikacyjny obejmuje prace wydane w Polsce oraz za granicą, we współpracy z uniwersytetami w Europie, Australii, Afryce oraz w Stanach Zjednoczonych.
E-mail: kjarosi@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0002-9794-7836

Filip Kliber, mgr, absolwent kierunku finanse i rachunkowość na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu, a także kierunku informatyka i ekonometria na UEP oraz Uniwersytecie Lotaryńskim w Nancy. Do jego zainteresowań naukowych należą głównie polityka pieniężna i działalność banków centralnych.
E-mail: filip.kliber@ue.poznan.pl
ORCID: 0000-0002-1278-6771

Ryszard Kokoszczyński, dr hab., profesor Uniwersytetu Warszawskiego, zatrudniony w Katedrze Finansów Ilościowych na Wydziale Nauk Ekonomicznych. Pracownik UW od ukończenia studiów, uzyskał tam również doktorat i habilitację, obecnie przewodniczący Rady Naukowej Dyscypliny Ekonomia i Finanse UW. W latach 1987–2021 pracował również w NBP, m.in. jako wiceprezes i członek zarządu, był także zastępcą gubernatora Polski w MFW i członkiem Komitetu Ekonomiczno-Finansowego Rady UE.
E-mail: rkokoszczynski@wne.uw.edu.pl
ORCID: 0000-0002-5423-8116

Małgorzata Korczyk, dr, wykładowca w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie, gdzie prowadzi zajęcia z historii myśli ekonomicznej. W 2018 r. otrzymała wyróżnienie za najlepszą pracę doktorską w dyscyplinie ekonomia (*Wpływ prawa rynków Saya na rozwój myśli ekonomicznej*). Jej zainteresowania badawcze koncentrują się wokół teorii ilościowej pieniądza (artykuł *Teoria ilościowa pieniądza i system waluty złotej w świetle rozważań Feliksa Młynarskiego*). Ponadto interesują ją słabości gospodarki centralnie planowanej, czego wyrazem jest redakcja naukowa książki pt. *Janusz Gedymin Zieliński 1931–1979. Portret Ekonomisty* (2020).
E-mail: mkorcz@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0003-4610-8570

Adam Koronowski, dr hab., profesor Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie. Jego zainteresowania koncentrują się wokół zagadnień z zakresu polityki pieniężnej i walutowej z uwzględnieniem ich różnorodnych aspektów, w tym szerokiego kontekstu makroekonomicznego, (nie)stabilności finansowej oraz sytuacji płatniczej i kryzysów walutowych. Od wielu lat obszarem jego szczególnie intensywnych dociekań naukowych oraz przedmiotem licznych publikacji jest europejska integracja monetarna (strefa euro).
E-mail: a.koronowski@uksw.edu.pl
ORCID: 0000-0003-3418-5456

Aneta Kosztowniak, dr hab., profesor Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, zatrudniona w Zakładzie Ekonomii Monetarnej w Katedrze Ekonomii Stosowanej. Pracuje również w Departamencie Stabilności Finansowej NBP. Jest autorką ponad 140 publikacji naukowych i kilkunastu projektów badawczych, uczestniczyła także w ponad 40 międzynarodowych konferencjach naukowych, w tym odbywających się w ramach Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (BIS). Członek Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, International Society for Development and Sustainability (ISDS, Japonia) oraz Academy of International Business (AIB). Jej dorobek naukowy obejmuje głównie publikacje z zakresu finansów, bankowości oraz polityki gospodarczej.
E-mail: akoszt@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0001-6088-1899

Paweł Kowalewski, dr, absolwent Uniwersytetu Gdańskiego. W 2000 r. obronił doktorat poświęcony tematyce euro. Obecnie jest pracownikiem Departamentu Operacji Krajowych NBP. W latach 2012–2014 był analitykiem w Deutsche Bundesbanku. Wcześniej kierował pracami Biura ds. Integracji ze Strefą Euro w NBP. Pracował w ośrodkach badawczych w Polsce i Austrii, a także w Ministerstwie Finansów. Wykładał ekonomię. Jest współautorem książki *System finansowy w Polsce* (2003 i 2008), która otrzymała Nagrodę Ministra Edukacji Narodowej.
E-mail: pawel.kowalewski1972@gmail.com

Cecylia Leszczyńska, dr hab., nauczyciel akademicki na Wydziale Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. Zajmuje się historią gospodarczą XIX i XX w. Specjalizuje się w badaniach dotyczących historii polskiej bankowości centralnej i systemów monetarnych, wzrostu gospodarczego Polski i jego przestrzennego zróżnicowania oraz w historii migracji i statystyce historycznej. Uczestniczyła w projektach badawczych dotyczących: statystyki historycznej Polski (GUS), społeczeństwa II Rzeczypospolitej (Instytut Historii PAN) oraz wzrostu gospodarczego ziem polskich w latach 1870–1913 (Katedra Historii Gospodarczej WNE UW). Jest autorką i współautorką około 100 publikacji naukowych, których tematyka mieści się w obszarze wymienionych wyżej dziedzin.
E-mail: cleszczynska@wne.uw.edu.pl
ORCID: 0000-0003-4919-7695

Kamilla Marchewka-Bartkowiak, dr hab., profesor Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, obecnie także dyrektor Instytutu Finansów, a w latach 2016–2019 dziekan Wydziału Ekonomii UEP. Główna specjalistka ds. finansów publicznych w Biurze Analiz Sejmowych Kancelarii Sejmu, członkini Komitetu Nauk o Finansach PAN oraz uczestniczka międzynarodowych organizacji: European Finance Association oraz European Association for Evolutionary Political Economy. Przewodnicząca Rady Programowej czasopisma *Studia BAS* i autorka licznych publikacji z zakresu zarządzania długiem publicznym oraz artykułów naukowych o tematyce mieszczącej się w takich obszarach jak: system finansowy, finanse publiczne, polityka pieniężna, finanse klimatyczne, prawo finansowe.
E-mail: kamilla.marchewka-bartkowiak@ue.poznan.pl
ORCID: 0000-0001-5703-4189

Paweł Marszałek, dr hab., profesor Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, a także kierownik Katedry Pieniądza i Bankowości, dyrektor studiów w zakresie finansów i rynków finansowych oraz członek Rady Awansów Naukowych UEP. W pracy naukowej zajmuje się problematyką systemów walutowych oraz monetarnych, teorią pieniądza, historią myśli ekonomicznej, stabilnością finansową oraz finansjalizacją. Autor ponad 100 publikacji naukowych, w tym monografii *Systemy pieniężne wolnej bankowości. Koncepcje, cechy, zastosowanie* (2014), nagrodzonej w 2016 r. w II edycji Konkursu o Nagrodę Prezesa NBP za wybitne publikacje książkowe z dziedziny bankowości i finansów.
E-mail: pawel.marszalek@ue.poznan.pl
ORCID: 0000-0002-7935-6178

Joanna Niedźwiedzińska, mgr prawa (Uniwersytet Warszawski), mgr i doktor ekonomii (Szkoła Główna Handlowa w Warszawie). Kieruje Wydziałem Strategii Polityki Pieniężnej w Departamencie Analiz i Badań Ekonomicznych NBP, wcześniej pracowała też jako ekonomista w EBC. Od dłuższego czasu zajmuje się strategicznymi uwarunkowaniami działalności banków centralnych i komunikacją ich polityki pieniężnej. Do jej głównych zadań w NBP należy w szczególności opracowywanie materiałów wykorzystywanych przez Radę Polityki Pieniężnej przy podejmowaniu decyzji. Obszarem jej zainteresowań naukowych są też kwestie instytucjonalne wpływające na funkcjonowanie banków centralnych i efektywność ich działań, w tym stopień przejrzystości prowadzonej polityki, poziom niezależności władz monetarnych czy zakres poddania ich kontroli demokratycznej. Opublikowała m.in. książkę *Inflation Targeting and Central Banks* (2022).
E-mail: jniedzw@poczta.onet.pl
ORCID: 0000-0002-4835-8904

Janusz Ostaszewski, prof. dr hab., dyrektor Instytutu Finansów przy Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, absolwent studiów podyplomowych o profilu finansowo-menedżerskim w Scuola Superiore Enrico Mattei w Mediolanie. W działalności naukowej zajmuje się problematyką funkcjonowania przedsiębiorstw, ze

szczególnym uwzględnieniem gospodarki i strategii finansowej. Posiada bogaty dorobek publikacyjny, na który składa się ponad 155 opracowań naukowych, w tym 50 pozycji książkowych. Był promotorem 23 prac doktorskich obronionych w SGH. Jest animatorem wielu postępowań naukowych dotyczących doktorów, doktorów habilitowanych, profesorów z tytułem naukowym oraz doktorów *honoris causa*. Oprócz działalności naukowej i dydaktycznej posiada ogromne doświadczenie zawodowe z zakresu szeroko rozumianych finansów, ugruntowane poprzez pracę w Ministerstwie Finansów na stanowisku dyrektora Biura Skarbu Państwa, później w Departamencie Spraw Majątkowych, następnie w Biurze Finansowym Kancelarii Sejmu, a także w charakterze doradcy Prezesa Kredyt Lease SA – spółki należącej do Grupy Kapitałowej Kredyt Banku SA, oraz członka Rady Nadzorczej PKO BP. Obecnie członek rady nadzorczej w TUW CUPRUM.
E-mail: jostasz@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0003-2797-0712

Zbigniew Polański, prof. dr hab., zatrudniony w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie od 1982 r. W 1998 r. został powołany na kierownika Katedry Polityki Pieniężnej, a od połowy 2020 r. jest kierownikiem Katedry Polityki Gospodarczej i Teorii Pieniądza w Instytucie Ekonomii Politycznej, Prawa i Polityki Gospodarczej przy Kolegium Zarządzania i Finansów. Autor, współautor oraz współredaktor wielu opracowań w języku polskim i angielskim, opublikowanych zarówno w czasopismach, jak i w wydaniach książkowych. Jego główne zainteresowania naukowe koncentrują się wokół teorii pieniądza i polityki pieniężnej, bankowości centralnej oraz systemów finansowych. Od 1987 r. jest też zatrudniony w NBP. W latach 1990–1991 był na stypendium Fulbrighta (University of Maryland), natomiast w latach 1992–1993 został stypendystą rządu Kanady (Carleton University). W 2006 r. uczestniczył w misji MFW w Ukrainie, a w 2007 r. pracował w EBC nad kwestiami gospodarki rosyjskiej. W latach 2006–2008 pełnił funkcję redaktora naczelnego czasopisma naukowego *Bank i Kredyt*.
E-mail: zpolansk@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0002-0750-6835

Michał Rutkowski, dr, uzyskał tytuły magistra i doktora ekonomii w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie i ukończył studia podoktorskie w London School of Economics. Obecnie jest Dyrektorem Naczelnym Globalnej Praktyki Zabezpieczenia Społecznego i Pracy w Banku Światowym w Waszyngtonie, przewodzącym i nadzorującym pracę w dziedzinie ubezpieczeń społecznych, pomocy społecznej, zabezpieczenia socjalnego i polityk tworzenia miejsc pracy. Był m.in ekonomistą pracującym nad sprawami Afryki, Chin i Rosji, kierownikiem wydziału zabezpieczenia społecznego i pracy w Europie i Azji Środkowej, dyrektorem departamentu rozwoju ludzkiego i polityki społecznej w regionie Bliskiego Wschodu, Afryki Północnej oraz Azji Południowej, a także dyrektorem krajowym zarządzającym programami w Rosji i przedstawicielem Banku Światowego w Moskwie oraz dyrektorem międzynarodowych organizacji wielostronnych (np. OECD, Międzynarodowej Organizacji Pracy, ONZ, międzynarodowych banków

rozwoju). W latach 1996–1998 był dyrektorem biura Pełnomocnika Rządu ds. Reformy Zabezpieczenia Społecznego i współtwórcą nowego wielofilarowego systemu emerytalnego, opartego na zasadzie zdefiniowanej składki.
E-mail: mrutkowski@worldbank.org

Dominik Aleksander Skopiec, dr, adiunkt w Kolegium Gospodarki Światowej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Ukończył kierunek finanse i rachunkowość (2009) oraz studia doktoranckie w SGH, gdzie w 2013 r. uzyskał stopień doktora nauk ekonomicznych na podstawie rozprawy *Polityka kursu walutowego Chin jako czynnik globalnej nierównowagi płatniczej*. Specjalizuje się w makroekonomii międzynarodowej i finansach międzynarodowych. Jego zainteresowania badawcze koncentrują się wokół problematyki systemów kursowych, walut międzynarodowych, rezerw dewizowych oraz stabilności międzynarodowego systemu walutowego.
E-mail: dskopiec@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0001-5751-9282

Grzegorz Sobiecki, dr, adiunkt w Katedrze Systemu Finansowego Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Tematyką kryptowalut oraz technologii *blockchain* zajmuje się od 2011 r. Od października 2018 r. kieruje pierwszymi w Polsce studiami podyplomowymi o nazwie „Blockchain: Biznes, Prawo, Technologia". Jego publikacje, działalność dydaktyczna i wystąpienia koncentrują się na wspomnianej wyżej problematyce *blockchain* (DLT), obejmującej takie zagadnienia jak: kryptoaktywa, tokenizacja, zdecentralizowane finanse (DeFi), zdecentralizowane autonomiczne organizacje (DAO), waluty cyfrowe banków centralnych (CBDC), finansowanie z wykorzystaniem DLT. W swoich pracach podejmuje też tematykę z zakresu ekonomii i finansów, ze szczególnym uwzględnieniem: polityki pieniężnej, teorii pieniądza i systemów pieniężnych, alternatywnych systemów pieniężnych, bankowości, wyceny przedsiębiorstw, analizy ekonomiczno-finansowej. Wykładowca na studiach MBA, prelegent licznych konferencji. Kierownik prac badawczo-rozwojowych (B+R), ekspert i doradca w projektach wykorzystujących technologię *blockchain*. Współzałożyciel i prezes Stowarzyszenia Ekspertów Blockchain.
E-mail: gsobie@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0003-2548-1720

Maciej Zaleśkiewicz, mgr, ukończył z wyróżnieniem studia prawnicze na Uniwersytecie Warszawskim, w trakcie których przebywał na stypendium LLP Erasmus w Mediolanie (*Università degli Studi di Milano*) oraz uzyskał dyplomy szkół prawa obcego (amerykańskiego i włoskiego), prowadzonych przez Uniwersytet Warszawski we współpracy z zagranicznymi ośrodkami naukowymi. Adwokat (wpisany na listę adwokatów Izby Adwokackiej w Warszawie), obecnie zatrudniony jako doradca w NBP. Doświadczenie zawodowe zdobywał m.in. jako współpracownik wiodących (polskich i międzynarodowych) kancelarii prawnych oraz jako przedstawiciel UKNF w pracach legislacyjnych prowadzonych na forum European Securities and Markets Authority z siedzibą w Paryżu.

Laureat nagród w ogólnopolskich konkursach dla aplikantów adwokackich. Prelegent na konferencjach i szkoleniach dotyczących m.in. zagadnień z zakresu prawa rynku finansowego. W Szkole Głównej Handlowej w Warszawie przygotowuje rozprawę doktorską poświęconą kwestii walutowych kredytów hipotecznych.
E-mail: mzaleskiewicz.naukowe@gmail.com

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1.1. Kursy walut europejskich wobec dolara w latach 1946–1960 39
Rysunek 1.2. Beneficjenci Planu Marshalla w latach 1948–1952 (mln USD) 43
Rysunek 1.3. Dynamika PKB państw europejskich w latach 1946–1960 (1948 = 1) 47
Rysunek 2.1. Trójkąt niespójności w polityce walutowej 83
Rysunek 3.1. Funkcjonowanie systemu dewizowo-złotego w latach 1922–1931 99
Rysunek 3.2. Wpływ opodatkowania i protekcjonizmu na gospodarkę GES 106
Rysunek 5.1. Strategie polityki pieniężnej stosowane przez różne kraje na świecie w latach 1970–2019 151
Rysunek 5.2. Strategie polityki pieniężnej stosowane przez kraje wysoko rozwinięte w latach 1970–2019 152
Rysunek 5.3. Strategie polityki pieniężnej stosowane przez kraje rozwijające się w latach 1970–2019 154
Rysunek 6.1. Ceny złota i inflacja w Anglii w końcu XVIII i na początku XIX w. 169
Rysunek 7.1. Kurs wymiany walut narodowych Francji, Niemiec i Wielkiej Brytanii wobec dolara amerykańskiego w latach 1960–2022 187
Rysunek 7.2. Zmiany poziomu cen we Francji, Niemczech, Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych i Japonii w latach 1956–2021 (r/r, %) 191
Rysunek 7.3. Tendencje w zakresie kształtowania się nominalnych długo- i krótkoterminowych stóp procentowych oraz inflacji (CPI) w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Francji i Japonii w latach 1960–2006 (w %) 196
Rysunek 7.4. Tendencje w zakresie kształtowania się realnych długoterminowych stóp procentowych *ex ante* we Francji, Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Niemczech i Japonii w okresie od I kw. 1960 r. do III kw. 2005 r. (%) 200
Rysunek 7.5. Zmiany sald na rachunku bieżącym we Francji, Niemczech, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych w latach 1957–2021 (mln USD, odsezonowane) 203
Wykres 7.6. Zmiany sald na rachunku finansowym we Francji, Niemczech, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych w latach 1957–2021 (mln USD) 204
Rysunek 8.1. Napływ kapitału – działania o charakterze stabilizacyjnym 221
Rysunek 8.2. Trylemat Rodrika 223
Rysunek 10.1. Światowe oficjalne rezerwy złota w latach 1950–2021 (mln uncji trojańskich) 272
Rysunek 10.2. Zmiany wielkości rezerw złota banków centralnych w latach 2001–2021 (tony) 272

Rysunek 10.3. Rezerwy złota wybranych gospodarek wschodzących w latach 2000–2021 (tony) 274
Rysunek 10.4. Ewolucja ceny złota w latach 1978–2022 (USD) 275
Rysunek 10.5. Światowe oficjalne rezerwy złota w latach 1996–2021 (ceny bieżące w mld SDR oraz jako odsetek światowych rezerw dewizowych) 275
Rysunek 10.6. Udział krajów wysoko rozwiniętych oraz krajów wschodzących i rozwijających się w światowych rezerwach złota w latach 1996–2021 (%) 276
Rysunek 10.7. Banki centralne i instytucje utrzymujące największe rezerwy złota na koniec 2021 r. (tony) 277
Rysunek 11.1. Kurs walutowy pary EUR/CHF i główne wydarzenia z lat 1999–2022 300
Rysunek 11.2. Kurs walutowy pary CHF/PLN w latach 2000–2022 305
Rysunek 11.3. Wskaźnik globalnego zadłużenia świata w stosunku do PKB w latach 2012–2022 311
Rysunek 12.1. Relacja zadłużenia prywatnego sektora niefinansowego do PKB w Polsce w latach 1995–2010 (%) 327
Rysunek 12.2. Dostępny kredyt mieszkaniowy w Warszawie (liczba przeciętnych wynagrodzeń) 336
Rysunek 12.3. Symulacja kredytowej dostępności mieszkań w Warszawie (mkw.) 337
Rysunek 15.1. Złoto zgromadzone w bankach centralnych na koniec 2021 r. (tony) 409
Rysunek 15.2. Złoto w bankach centralnych w latach 2000–2021 (tony) 409
Rysunek 15.3. Cena złota za uncję w latach 1978–2021 (USD) 410
Rysunek 15.4. Wartość złota w rezerwach dewizowych banków centralnych w latach 2000–2021 (mln USD) 411

SPIS TABEL

Tabela 1.1. Państwa członkowskie biorące udział w konferencji w Bretton Woods w 1944 r. oraz ich udziały w MBOiR i MFW (mln USD) 34
Tabela 1.2. Bilans płatniczy Europy Zachodniej po I i II wojnie światowej (mld USD) 43
Tabela 3.1. Zmiany w sferze monetarnej w Stanach Zjednoczonych w latach 1922–1927 (%) 102
Tabela 3.2. Wzrost wydatków rządowych w 1928 r. w porównaniu z 1913 r. (%) 105
Tabela 5.1. Porównanie klasyfikacji reżimów monetarnych stosowanych w różnych publikacjach 147
Tabela 5.2. Porównanie wybranych aspektów systemu z Bretton Woods i strategii celu inflacyjnego 156
Tabela 5.3. Kraje uwzględnione w przeglądzie wybranych reżimów monetarnych stosowanych w latach 1970–2019 162
Tabela 9.1. Dług publiczny w relacji do PKB w wybranych państwach w latach 2008–2021 (%) 241
Tabela 9.2. Deficyt budżetowy lub nadwyżka budżetowa w relacji do PKB w wybranych państwach w latach 2008–2021 (%) 242
Tabela 9.3. Saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego w relacji do PKB dla wybranych państw w latach 2008–2021 (%) 243
Tabela 9.4. Eksport netto w relacji do PKB dla wybranych państw w latach 2008–2021 (w %) 244
Tabela 9.5. Oficjalne aktywa rezerwowe wybranych państw w latach 2008–2021 (mld USD) 245
Tabela 10.1. Ewolucja roli złota w odniesieniu do klasycznych funkcji pieniądza 264
Tabela 10.2. Banki centralne prowadzące największe zakupy złota (powyżej 20 ton rocznie) w latach 2009–2021 273
Tabela 10.3. Złoto jako odsetek oficjalnych aktywów rezerwowych na koniec 2021 r. (%) 278
Tabela 11.1. Największe rezerwy walutowe banków centralnych w 2021 r. 302
Tabela 11.2. Dziesięć największych pozycji akcyjnych posiadanych przez SNB na koniec I kw. 2022 r. 302
Tabela 11.3. Kurs średni CHF w NBP a kurs teoretyczny w latach 2007–2021 308
Tabela 12.1. Zmiana wysokości wskaźnika LTV kredytów walutowych – moment udzielenia kredytu a „czarny czwartek" w dniu 15.01.2015 r. (%) 320
Tabela 12.2. Szacunkowe koszty zastosowania poszczególnych rozwiązań prawnych w sporach związanych z kredytami walutowymi 321
Tabela 12.3. Porównanie warunków kredytu złotowego i walutowego (kredyt na 250 tys. PLN zaciągnięty na 30 lat w 2005 r.) 331

Tabela 12.4. Wartość aktywów, pasywów oraz pozycji pozabilansowych w CHF banków komercyjnych w wybranych latach okresu 2008–2017 (mld PLN, według stanu na koniec roku) 333
Tabela 12.5. Sekwencja zdarzeń gospodarczych – od upadku systemu z Bretton Woods do współczesnych wyzwań dla stabilności polskiego systemu finansowego 334
Tabela 15.1. Złoto jako aktywo rezerwowe – analiza SWOT 408
Tabela 15.2. Emisja CO_2 w sektorze wydobycia złota 412
Tabela 15.3. Redukcja roli złota jako aktywa emisyjnego w rezerwach dewizowych banków centralnych – analiza SWOT 415
Tabela 15.4. Złoto cyfrowe jako aktywo emisyjne w rezerwach walutowych banków centralnych – analiza SWOT 419

SUMMARY

The Bretton Woods System and Its Legacy: From the Gold to a Digital Standard

This book is a result of a research project, including a two-part conference, entitled "The Bretton Woods System and Its Legacy", conducted in 2021–2022. The project was organised by the Institute of Political Economy, Law and Economic Policy and the Institute of Finance, both affiliated with the College of Management and Finance of SGH Warsaw School of Economics. Project participants, authors of written contributions as well as conference speakers, are all representatives of Polish, foreign, and international institutions, i.e., Akademia Sporu Finansowego (Academy of Financial Disputes), Cardinal Stefan Wyszyński University in Warsaw, the National Bank of Poland, Poznań University of Economics and Business, the University of Fribourg, SGH Warsaw School of Economics, Warsaw University, and the World Bank.

The book consists of three basic parts and an appendix. The first part, composed of four papers, is mainly devoted to historical issues. Two of them deal with different aspects of the history of the Bretton Woods System, the third one confronts the Triffin dilemma with the Młynarski paradox of the interwar period, while the fourth one links the collapse of the Bretton Woods System with the emergence of the Euro Area.

The second part touches upon contemporary issues, i.e., from the collapse of the Bretton Woods System to the present and is composed of eight papers. The first three contributions cover monetary policy developments after the events of 1971. The following three articles deal with international capital mobility, public sector and fiscal policy issues, and the evolving role of gold. The final two papers discuss from different perspectives the question of foreign currency denominated loans in Poland, a major recent problem which can be interpreted as resulting from the abandonment of the institutional solutions of the Bretton Woods System.

The third part, concentrating on the digital revolution in money and finance, mainly refers to future developments, the early stages of which are already visible. This section of the book is composed of four papers. The first one shows the development of the global financial system after the collapse of the Bretton Woods System from the perspective of digital and decentralised finance (DeFi), while the next one discusses the operational aspects of the central bank digital currency (CBDC) implementation. The last two articles concentrate, respectively, on the potential role of digital currencies as central banks' foreign exchange reserves during the "green and digital revolution", and on ECB's CBDC as an instrument to support the development of renewable energy.

Each of the above-mentioned 16 papers is accompanied by its English-language abstract at the end of the chapter.

The appendix consists of four documents. First, an interview on the Bretton Woods System and its legacy, conducted with one of the editors of this book and published after the first part of the aforementioned conference at the end of 2021. The interview is followed by two summaries of the second part of the conference (May 2022), prepared by two of its participants, presenting different, yet complementary points of view. Finally, we close the book with a short calendar of the Bretton Woods System major events. Biographical notes of the authors, conference keynote speakers, and scientific editors of this book follow.

„(…) Książka wypełnia istniejącą lukę w polskim piśmiennictwie ekonomicznym w zakresie holistycznego spojrzenia na genezę, funkcjonowanie i skutki wprowadzenia systemu walutowego z Bretton Woods oraz dalsze jego konsekwencje dotyczące różnych obszarów gospodarki i życia społecznego zarówno w perspektywie historycznej, dotyczącej minionej przeszłości, jak i w kontekście przebiegu współczesnych przemian w kształtowaniu ładu pieniężnego na świecie i jego oczekiwanych perspektyw. Książka, ze względu na tematykę i sposób narracji, jest na polskim rynku wydawniczym bez wątpienia nowatorska. Mimo zakorzenienia podjętej problematyki w historii systemów walutowych jest niezwykle aktualna i potrzebna nie tylko jako dowód znajomości genezy światowego systemu walutowego, ale też jako przewodnik po meandrach kształtowania jego współczesnego ładu oraz jako «drogowskaz» w nieznanej jeszcze przyszłości globalnego systemu pieniężnego".

Z recenzji prof. dr hab. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej

„(…) Książkę oceniam jako bardzo dobrą, ciekawą i pożyteczną. Stanowi ona znakomity przegląd zagadnień związanych z funkcjonowaniem systemu z Bretton Woods i jego długookresowym wpływem na kształt światowych finansów, szczególnie przydatny w obecnych czasach zawirowań finansowych, gospodarczych i politycznych. Choć jej zawartość odnosi się do pozornie dość odległej przeszłości (…), to dotyczy ona w rzeczywistości tematyki ważnej oraz aktualnej. System z Bretton Woods powstał i funkcjonował w zupełnie innym świecie niż dzisiejszy, ale problemy, z którymi się zetknął (…), były co do zasady takie same jak obecnie: dotyczyły zapewnienia stabilności pieniądza w warunkach wzrostu gospodarczego i rosnącej skali współpracy międzynarodowej. (…) Doświadczenia związane z funkcjonowaniem systemu z Bretton Woods (…) są ciekawe nie tylko dla historyków gospodarczych, ale też dla wszystkich czytelników interesujących się współczesną polityką pieniężną i poszukiwaniem zasad nowego ładu finansowego".

Z recenzji prof. dr. hab. Witolda Orłowskiego

Instytut Ekonomii Politycznej, Prawa i Polityki Gospodarczej oraz Instytut Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Patronat Honorowy JM Rektora

NARODOWY BANK POLSKI
Projekt realizowany z Narodowym Bankiem Polskim w ramach programu edukacji ekonomicznej

Sponsor główny
Bank Polski

Sponsor
ZWIĄZEK BANKÓW POLSKICH

OFICYNA WYDAWNICZA SGH
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
www.wydawnictwo.sgh.waw.pl

ISBN 978-83-8030-592-2