

## Międzynarodowy System Walutowy - możliwości nowych rozwiązań

Listopad 2000

Witold Rutkowski

**Informacja**

**Nr 753**

Tekst przedstawia obecny kształt międzynarodowego systemu walutowego, historię jego funkcjonowania od momentu powstania w Bretton Woods w 1944 r., wraz z głównymi wydarzeniami, jakie wpłynęły na obecny kształt MFW. Perspektywy dalszych zmian zostały ukazane w świetle raportu waszyngtońskiego Instytutu Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych zatytułowanego "Aby ochronić kondycję światowego systemu finansowego: Przyszły kształt międzynarodowych finansów" (*Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future of International Financial Architecture*). i wprowadzenia nowej wspólnej europejskiej waluty - euro.

## Bretton Woods i waluta dolarowo-dewizowa

Na konferencji ONZ w Bretton Woods (USA) w 1944 r. utworzono dwie, najważniejsze obecnie, międzynarodowe organizacje finansowe - Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) i Bank Światowy. Szczególnie ta pierwsza organizacja ma obecnie istotne znaczenie dla systemu finansowego i wymienialności walut.

Zasady funkcjonowania waluty dolarowo-dewizowej określił statut MFW. Odtąd można było ustalić parytet własnej waluty nie tylko w złocie,<sup>1</sup> ale także w dolarze amerykańskim, który jako jedyna waluta był jeszcze wymienialny na złoto. Z prawa wymienialności dolara na złoto mogły jednak korzystać tylko banki centralne poszczególnych krajów, a taką operację mogły przeprowadzić tylko w dolarach amerykańskich. Zmiany parytetu mogły być dokonywane, lecz jeśli przekraczały 10% parytetu zgłoszonego do Funduszu, musiały być z nim uzgadniane. Rynkowe kursy walut mogły się odchylić od parytetów początkowo nie więcej niż o 1%, a od grudnia 1971 roku o 2,25%. Był to system wymienialności oparty na dolarze amerykańskim. Aby mógł on funkcjonować, niezbędne było określenie zasad postępowania w wypadku trudności dewizowych. Trudności te mogły polegać zarówno na niedoborze złota i dolarów, jak i ich nadmiarze.

Objawem tych trudności był w wypadku niedoboru złota i dolarów wzrost popytu na dewizy, a szczególnie dolary, i wzrost podaży waluty krajowej. Powodowało to spadek kursu rynkowego własnej waluty. Statut MFW pozwalał tylko na spadek kursu nie przekraczający 2,25% parytetu. Jeżeli sytuacja zapowiadała możliwość przekroczenia tej granicy, bank centralny danego kraju musiał sięgnąć do swoich rezerw dewizowych i zwiększyć podaż dewiz na rynku oraz dokonać interwencyjnych zakupów pieniądza krajowego.<sup>2</sup> Czasem interwencja taka rozwiązywała trudności. Jeżeli jednak się nie udała, władze stawały przed koniecznością obniżenia kursu własnej waluty w stosunku do dolara, czyli dewaluacji, co oznaczało także obniżenie parytetu tej waluty w złocie. Można też było nadal bronić kursu swej waluty prosząc o pomoc i interwencję inne banki centralne lub zaciągając kredyty na obronę waluty w MFW.

Ten rodzaj dewaluacji był właściwy tylko systemowi waluty dolarowo-dewizowej z Bretton Woods. Wprawdzie dewaluacje<sup>3</sup> zdarzały się już wcześniej lecz ich mechanizm był zupełnie inny. Po dewaluacji spodziewano się także pewnych skutków ekonomicznych w postaci wzrostu eksportu krajowego i spadku importu, co w teorii wyjaśniane jest twierdzeniem Marshalla-Lerner.<sup>4</sup> W praktyce jednak to twierdzenie, a zwłaszcza jego założenia, nie zaw-

---

1 Oznacza to np. że jednostka danej waluty była warta określonej wadze wyrażanej w gramach złota.

2 Interwencja dewizowa - Zakupy i sprzedaż dewiz przez bank centralny w warunkach zachwiania stabilności kursu waluty krajowej, czyli tendencji spadkowej lub zwyżkowej kursu. Do interwencji dewizowej nie zalicza się transakcji dewizowych banku centralnego, które wynikają z potrzeb transakcji handlowych i kapitałowych. Transakcje interwencyjne są to specjalne transakcje mające na celu określony wpływ na kształtowanie się kursu. Obecnie najczęściej przeprowadza się je w formie transakcji terminowych lub swapowych, co wymaga wysokiego poziomu rozwoju rynku dewizowego (Swap: 1. Na rynku dewizowym zakup lub sprzedaż waluty na rynku transakcji kasowych *spot* i równoczesne zawarcie transakcji o tej samej wartości na rynku terminowym *forward*. Transakcji takich dokonuje się najczęściej w celu ochrony przed ryzykiem kursowym. 2. W międzynarodowych operacjach walutowych otwarcie przez dany bank centralny linii kredytowej we własnej walucie w zamian za otwarcie tej samej wartości linii kredytowej w innej walucie przez emitującą tę walutę bank centralny. 3. Nazwa transakcji odkupienia/odprzedaży (*repo/reverse repo*) zawieranych przez banki centralne na rynku dewizowym).

<sup>3</sup> Operacje dewaluacji i rewaloryzacji związane są tylko z pieniądzem papierowym.

<sup>4</sup> Twierdzenie to wymaga, aby suma elastyczności kursowej popytu obu krajów na walutę partnera była większa od 1 przy założeniu, że elastyczność podaży eksportowej w obu krajach jest nieskończenie duża, tzn. nie ma

szę się sprawdzały i dewaluacja pozostawała głównie metodą utrzymania równowagi na rynku dewizowym.

Podobnie rozwiązywano trudności związane z nadmiarem dolarów. Wówczas interwencja banku centralnego polegała na skupowaniu dolarów. W ten sposób rezerwy dewizowe były zwiększane do rozmiarów niepotrzebnie dużych. To jednak można było tolerować. Znacznie groźniejsze mogło być zwiększenie podaży pieniądza krajowego, potrzebnego na zakup dolarów. Mogło to wywołać inflację. Jeśli kurs waluty pomimo interwencji wzrastał do granicy przekraczającej 2,25% parytetu danej waluty, trzeba było zastosować rewaloryzację, czyli podwyższyć kurs waluty w stosunku do dolara i tym samym podwyższyć jej parytet w złocie.

System waluty dolarowo-dewizowej z Bretton Woods został uchwalony przez 40 pierwszych członków MFW w 1944 roku. Praktycznie wszedł w życie dopiero pod koniec lat pięćdziesiątych, kiedy zaczęto powszechnie znosić ograniczenia dewizowe w krajach członkowskich MFW, wprowadzone czasowo w celu ochrony odbudowywanych po zniszczeniach wojennych gospodarek przed konkurencją z zewnątrz. Trzeba pamiętać, że system ten zaczął funkcjonować w warunkach małych napięć inflacyjnych i małych międzynarodowych rynków kapitałowych oddzielonych od rynków wewnętrznych.

W praktyce system kursów stałych - bo tak też nazywa się system z Bretton Woods - miał bardzo duży wpływ na sytuację gospodarczą poszczególnych krajów. Kształtował bowiem wzorzec kursów nadwartościowych i podwartościowych, co w konsekwencji prowadziło do nie zawsze pożądanej alokacji zasobów produkcyjnych. Zapobiec temu mogły jedynie olbrzymie zakupy i sprzedaż dolarów poza Stanami Zjednoczonymi, co jednak powodowało coraz częstsze kryzysy walutowe. Rząd amerykański mógł wprawdzie skorzystać z tej sytuacji i finansować deficyty budżetowe (znacznie wówczas mniejsze od dzisiejszych), ale System Rezerwy Federalnej wyraźnie tracił kontrolę nad emisją swojej waluty, ponieważ popyt na dolary amerykańskie wzrastał.

Europejczycy krytykowali uprzywilejowaną sytuację rządu amerykańskiego, który nie musiał martwić się o swój budżet, bo mógł go finansować zwiększoną emisją krajowych środków płatniczych. Rząd amerykański nie musiał też troszczyć się o przestrzeganie dyscypliny w polityce płatniczej. Pojawiły się także inne czynniki - finansowanie wojny wietnamskiej wywołało tendencje inflacyjne w USA. Rozwój bankowości międzynarodowej, rynku eurowalutowego i kształtowanie się międzynarodowych rynków finansowych dopełniły reszty. Wywołało to pewną asymetrię systemu waluty dolarowo-dewizowej. Banki centralne były z jednej strony - zmuszone do interwencji w celu ratowania kursu własnej waluty do dolara, a z drugiej - do powiększania swoich zasobów pieniężnych, co w wypadku zarówno dewaluacji, jak i rewaloryzacji groziło inflacją w skali światowej.

Jeden z byłych gubernatorów Niemieckiego Banku Federalnego (*Deutsche Bundesbank*), Karl Blessing, nazwał nawet system kursów stałych z Bretton Woods doskonałą maszyną inflacyjną.

Prezydent Richard Nixon w 1971 r. zawiesił wymienialność dolara na złoto. W ciągu następnych dwóch lat rząd amerykański przeprowadził dwie "ostrzegawcze" dewaluacje dolara, a gdy to nie dało wyników wprowadził w 1973 r. płynny kurs<sup>5</sup> dolara, co przypieczętowało upadek systemu z Bretton Woods.

---

przeszkód w rozwijaniu eksportu; dokładniejsze wyjaśnienie tego problemu znajdzie czytelnik w książce P. Sulmickiego, *Międzynarodowa wymiana gospodarcza*, PWE, Warszawa 1977, ss.186-197.

<sup>5</sup> Kurs walutowy płynny kształtuje się wyłącznie pod wpływem popytu i podaży poszczególnych walut bez bezpośredniej ingerencji władz. Aby jednak nie dochodziło do znacznych rozbieżności w stosunku do walut mało używanych przez dany kraj stosuje się jedną lub więcej walut odniesienia, którą najczęściej jest dolar amerykański i większość kursów obliczana jest na podstawie jego kursów dla poszczególnych walut. Trudności w utrzymaniu ustabilizowanej wartości kursu z uwagi na słabo rozwinięte rynki dewizowe powodują wprowadzanie różnych odmian kursów płynnych kierowanych przez władze danego kraju.

## Kursy płynne i “krach” systemu

Otmar Emminger, również były gubernator niemieckiego *Bundesbanku*, wskazał na nauki płynące z funkcjonowania systemu waluty dolarowo-dewizowej, o których powinno się pamiętać:

Po pierwsze, światowemu systemowi pieniężnemu potrzebny jest mocny i godny zaufania dolar (gdyż - jak dotąd - żadna inna waluta nie była w stanie go zastąpić). Słaby i chwiejny dolar nie tylko zagraża amerykańskiej polityce pieniężnej, ale także polityce pieniężnej innych krajów.

Po drugie, różnice kosztów i cen między krajami są nieuchronne, tak jak różne są skłonności do inflacji. W tych warunkach funkcjonowanie systemu kursów stałych jest niemożliwe.

Po trzecie, przejście do systemu kursów płynnych (czyli swobodnie kształtujących się pod wpływem popytu i podaży) w 1973 roku nie było wyrazem poszukiwania lepszej postaci międzynarodowego systemu walutowego, a aktem obronnym przed inflacyjnym przepływem kapitałów pomiędzy krajami.

Po czwarte, celem wprowadzenia kursów płynnych nie było wprowadzanie lepszych mechanizmów dostosowawczych walut, ale konieczność obrony przed destabilizującym przepływem kapitałów w celu ratowania zaufania do określonej waluty.

Nie był więc to wybór pomiędzy “lepszym” systemem kursów płynnych a “gorszym” systemem kursów stałych. Jak to określił ówczesny dyrektor zarządzający MFW, Johannes Witten, był to wybór konieczny i nieuchronny.

System kursów płynnych został potwierdzony w styczniu 1976 roku podczas konferencji MFW na Jamajce i wprowadzony do Statutu MFW w 1978 r. Dopuszcza on różne sposoby ustalania kursów walut (gdy parytety znikły). Ciągłe bardzo popularnym sposobem, wziętym z poprzedniego systemu waluty dolarowo-dewizowej, jest ustalenie kursu walut w dolarze amerykańskim. Kursy walut innych niż dolara amerykańskiego są wtedy ustalone na podstawie kursu dolara w stosunku do tych walut, podczas gdy kurs dolara kształtuje się swobodnie.

Według stanu na dzień 4 kwietnia 1999 r. 18 krajów ustaliło kursy swoich walut w stosunku do amerykańskiego dolara, 14 - do franka francuskiego (który znajduje się w europejskiej strefie euro), 9 - do innych walut, 3 - do SDR.<sup>6</sup> Aż 13 krajów ustaliło swoje waluty nie w jednej walucie, a w kilku, zwanych koszykiem walutowym. Tak zwane kierowane kursy płynne stosuje 25 krajów, kursy płynne - 48 krajów (w tym dolar, funt sterling i jen). Do strefy euro należy 11 krajów Unii Europejskiej a dwa kraje przyjęły europejski mechanizm kursowy w wersji II.<sup>7</sup> W 12 krajach nie ma własnej waluty i używa się tam dolara amerykańskiego, 8 krajów stosuje *currency board*,<sup>8</sup> a pozostałe 19 stosuje kombinowane mechanizmy kursowe.<sup>9</sup>

6 SDR - Special Drawing Rights - specjalne prawa ciągnięcia - pieniądz międzynarodowy wprowadzony w 1969 r. przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Powstaje on w wyniku kreacji przez MFW i pełni także rolę jednostki rozrachunkowej w Funduszu. W momencie wprowadzenia 1 SDR równał się 1 dolarowi amerykańskiemu. Później kurs jego kształtował się na zasadzie koszyka walutowego (też nazwanego SDR), w skład którego weszło pięć walut określonych przez MFW jako swobodnie używalne. Koszyk SDR zawierał: 0,582 dolara amerykańskiego, 27,2 japońskich jenów, 0,105 funta brytyjskiego, 0,446 marki niemieckiej i 0,813 franka francuskiego. Od 1 stycznia 1999 r. odpowiednie wielkości marki i franka zastąpiło 0,3519 euro. Odpowiadają im obecnie następujące wartości procentowe: 39% dolara, 18% jena, 11% funta i 32% euro. Do jego ważenia używa się średniej arytmetycznej. Skład koszyka SDR jest zmieniany co 5 lat.

<sup>7</sup> Wersja I europejskiego mechanizmu kursowego oparta na koszyku walutowym ECU zakończyła się 1 stycznia 1999 r. z chwilą wprowadzenia euro. Od tej daty funkcjonuje wersja II oparta na nowej walucie euro.

<sup>8</sup> System zaopatrzenia w dewizy (angielskie wyrażenie trudne do przetłumaczenia na inne języki); konstrukcja prawna polegająca na zobowiązaniu danego kraju do wymiany własnej waluty na określoną walutę po stałym kursie.

Okolo dwudziestoletni okres funkcjonowania systemu kursów płynnych nie spełnił oczekiwań jego bezkrytycznych zwolenników. Okazał się jednak bardziej realny i bezpieczny niż system kursów stałych, który nie ma już praktycznie szans na ponowne wprowadzenie. Choć system kursów płynnych nie zapewnił odpowiedniego uniezależnienia się od zewnętrznych ograniczeń, znacznie ułatwił bankom centralnym politykę pieniężną. Dużą zaletą tego systemu jest rozwianie obaw o ograniczenie handlu międzynarodowego w okresie działania tego systemu. Handel międzynarodowy nie tylko nie uległ ograniczeniu, ale można nawet mówić o jego prawdziwej ekspansji.

Największą jednak zaletą systemu kursów płynnych okazała się jego zdolność do łagodzenia zaburzeń w gospodarce światowej, takich jak kryzys naftowy, kryzysów inflacyjnych w kilku krajach, kryzysu towarzyszącego wyeliminowaniu funta jako waluty rezerwowej i kilku innych. Nie doprowadził też do przepowiadanego załamania się międzynarodowej współpracy finansowej. Obawy, że system kursów płynnych okaże się podatny na destabilizacyjną działalność spekulacyjną na rynkach dewizowych, okazały się początkowo całkowicie nieuzasadnione. Ostatnio jednak przypadki takie pojawiają się coraz częściej.

Na pytanie, czy system kursów płynnych oznacza rzeczywiście krach systemu z Bretton Woods, odpowiedź jest twierdząca, gdy weźmie się pod uwagę zachowanie się kursów walut. Trzeba jednak pamiętać, że zarzucony system kursów stałych nie był celem samym w sobie dla powojennego systemu walutowego. Był tylko środkiem służącym do zapewnienia systemu wzajemnej wymienialności walut, co nadawało im właściwy pieniądźowi międzynarodowy charakter. Określenie waluta dolarowo-dewizowa nie musi więc oznaczać systemu kursów stałych z Bretton Woods. Rola dolara w tym systemie była niewątpliwie duża. Niektórzy nie bez racji twierdzili, że nawet zbyt duża - ze szkodą dla tej waluty.

System kursów płynnych nadał nowy kształt praktyce dewaluacji i rewaloryzacji. Kraje stosujące kursy płynne zupełnie nie muszą jej przeprowadzać, gdyż robi to za nie rynek. W związku z tym, można także powiedzieć, że rynek dewizowy upodobnił się pod względem kształtowania się cen do giełd. Świadczy o tym także podobieństwo zawieranych na nim umów terminowych. Umowy terminowe *futures*,<sup>10</sup> opcje czy sprzedaże za marżę stosuje się także na rynku dewizowym. Kraj stosujący kurs płynny nie musi więc ogłaszać ani dewaluacji, ani rewaloryzacji. Wzrost popytu na dewizy prowadzi bowiem do spadku kursu własnej waluty, a ten z kolei do napływu kapitałów obcych, których wartość w walucie krajowej staje się automatycznie większa. Bank centralny nie musi więc tak często interweniować, jak to się dzieje przy systemie kursów stałych, gdyż rolę interwencyjną spełniają często kapitały obce. Zdarzają się jednak sytuacje wymagające interwencji dewizowej także przy kursach płynnych. Przykładem może być choćby pozycja dolara w połowie lat osiemdziesiątych. Kurs dolara tak wzrósł, że zarówno władze pieniężne USA, jak i uczestnicy rynków finansowych, uznali dolar za walutę znacznie przewartościowaną. Groziło to nieuchronnym, być może gwałtownym, spadkiem kursu tej waluty. Na pytanie, jak ten spadek będzie przebiegał, nikt nie umiał odpowiedzieć. Działania interwencyjne Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku i innych banków centralnych złagodziły znacznie spodziewany spadek kursu dolara, co w kołach finansowych określono jako "miękkie" lądowanie tej waluty. Interwencji przy kursach płynnych dokonuje się także często, aby uniknąć zbyt dużych wahań kursu własnej waluty, które mogłyby dezorganizować pracę podmiotów gospodarczych dla których kurs walutowy

---

<sup>9</sup> Spośród 182 członków Międzynarodowego Funduszu Walutowego; na podstawie *International Financial Statistics Yearbook*, IMF, 1999, ss. 14 -15.

<sup>10</sup> Futures - Rodzaj transakcji terminowej dla towarów lub instrumentów finansowych, która polega na zobowiązaniu się do rozliczenia transakcji zawartej według ceny *futures* notowanej zazwyczaj na odpowiedniej giełdzie z wyprzedzeniem czasowym (np. jednego miesiąca), po cenie bieżącej, która będzie notowana za miesiąc. Transakcje takie zawierane są w celach spekulacyjnych lub dla ochrony przed ryzykiem.

ma znaczenie bardzo duże (importerzy, eksporterzy, banki itp.) - i banki centralne bardzo często takich interwencji dokonują.

W ten jednak sposób dają sobie radę tylko najsilniejsi. Przede wszystkim USA, kraje Europy Zachodniej, Japonia i kilka innych krajów zaawansowanych gospodarczo. Kraje mniej rozwinięte i ich waluty coraz częściej są narażone na poważne kryzysy finansowo-walutowe, co skłania je do popierania propozycji wdrożenia nowego światowego systemu walutowego.

### **Dolar i jego znaczenie**

System kursów płynnych miał trochę zmniejszyć międzynarodową rolę dolara i dać Amerykanom większą autonomię w procesie kształtowania kursu jego wymiany. Niestety, kursy płynne nie zawsze zachowywały się zgodnie z książkowymi przewidywaniami i nie zawsze wiernie odzwierciedlały panujący układ sił pomiędzy poszczególnymi walutami. Tak więc, kursy walut okazały się albo przewartościowane, albo niedowartościowane w stosunku do racjonalnych oczekiwań, a walutą, która była nawet rekordy takiego niedostosowania, był właśnie amerykański dolar. Tendencja rosnąca kursu własnej waluty była zawsze jednym z pomyślnych przejawów polityki gospodarczej poszczególnych krajów. Tendencja spadkowa zawsze była złym znakiem zapowiadającym inflację i recesję.

Dolar od drugiej wojny światowej pełni funkcje podstawowej waluty trzymanej w rezerwach banków centralnych, czyli waluty rezerwowej. Jego wielkie międzynarodowe znaczenie nie pojawiło się nagle. Jest procesem noszącym cechy ewolucji, wynikającym z dominacji gospodarki amerykańskiej we wczesnych latach powojennych. Niemalą rolę odegrał tu system kursów stałych z Bretton Woods, ale nie mniejszą - otwartość i siła amerykańskich rynków finansowych. Powojenna sytuacja gospodarcza już dawno uległa zmianie, gdyż wiele krajów poczyniło znaczne postępy gospodarcze. Towarzyszyły im także różne przedsięwzięcia finansowe, choćby takie, jak utworzenie europejskiego systemu monetarnego. Pomimo tych zmian waluta amerykańska jest stale niezastąpiona, a jej udział w rozliczeniach międzynarodowych przekracza udział w USA w handlu i gospodarce światowej.

Amerykański punkt widzenia nie zawsze pokrywał się też ze stanowiskiem kręgów finansowych pozostałych krajów. Przyczyną niezgody było zawsze czerpanie przez USA korzyści z dolara jako waluty rezerwowej i dzięki temu łatwe finansowanie deficytów płatniczych, do czego Amerykanie się przyznawali.<sup>11</sup> Warto jednak uzmysłwić sobie także obciążenia amerykańskiego systemu pieniężnego wynikające z konieczności opanowania fluktuacji kursu dolara, nie związanych z sytuacją płatniczą USA, i z uzależnienia amerykańskiej polityki pieniężnej od posunięć interwencyjnych innych krajów na międzynarodowym rynku walutowym.

Jedną z prób rozwiązywania problemu waluty rezerwowej było utworzenie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy specjalnych praw ciągnięcia (*special drawing rights*, SDR).

### **Rola złota**

Zawieszenie w 1971 r. przez prezydenta Richarda Nixona wymienialności dolara na złoto było posunięciem mającym zasadnicze znaczenie dla tak zwanej demonetyzacji złota. Przez wieki złoto było podstawą i symbolem pieniądza, ale straciło już swą wiodącą rolę w systemach pieniężnych zarówno wewnętrznych, jak i międzynarodowych. Proces odchodzenia od waluty złotej nie był dziełem przypadku. Uzależnienie kreacji pieniądza od rezerw złota było zawsze ograniczeniem hamującym rozwój gospodarczy. Odchylanie się wartości pieniądza od parytetu w złocie było próbą przechodzenia do tak zwanego pieniądza kierowanego, czyli

---

<sup>11</sup> Wallich H.C. *Exchange Rates, Inflation and the Dollar*, (w:) "Economic Impact", No. 2/1980, ss. 38-41.

coraz mniej zależnego od złota. John Maynard Keynes nazywał nawet złoto “barbarzyńskim reliktem” naszej epoki.

Ostatecznym etapem likwidacji centralnej roli złota były poprawki do statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego wprowadzone w 1978 r. Wówczas złoto straciło obowiązkowy charakter rezerwy w Funduszu i on sam wystąpił z programem sprzedaży złota swoim członkom po 35 dolarów amerykańskich za uncję.

Nie oznacza to, że złoto utraciło całkowicie swą rolę w międzynarodowym systemie pieniężnym. Nadal jest, obok dewiz, składnikiem rezerw pieniężnych krajów. Można je przecież wymienić na dewizy. Europejski system walutowy także wyznaczył dwudziestoprocentowy depozyt złota jako gwarancję prawidłowego działania systemu. Potrzeby pieniężne są więc dziś jednym z ważniejszych czynników kształtujących popyt na złoto, ale nie jedynym. Niemałe znaczenie odgrywa tu tradycja, która każe widzieć w złocie symbol bogactwa i zamożności.

Złoto jest także ważnym środkiem lokaty wolnych zasobów pieniężnych. Chociaż nie przynosi odsetek, jak papiery wartościowe, a transport jego dość drogo kosztuje, jest popularnym środkiem ochrony przed inflacją. Złoto jest także ważnym instrumentem polityki płatniczej. W Stanach Zjednoczonych i innych krajach często sprzedaż złota służyła jako metoda zmniejszenia deficytu w bilansie handlowym. Złoto jest towarem szczególnym. Oprócz roli pieniężno-handlowo-inwestycyjnej pełni także rolę poszukiwanego surowca nie tylko do wytwarzania biżuterii. Elektronika i przemysł kosmiczny to dwie dynamicznie rozwijające się dziedziny potrzebujące złota jako surowca - tym cenniejszego, że możliwości jego wydobycia i produkcji są dość ograniczone.

Te wszystkie okoliczności przyczyniły się do tego, że cena złota podlegała, największym chyba ze znanych, fluktuacjom. Od momentu bezpowrotnego zawieszenia wymienialności dolara na złoto, kiedy to jego cena oficjalnie wynosiła 35 dolarów za uncję, cena ta w ciągu kilku lat przekroczyła 850 dolarów za uncję.<sup>12</sup>

Czy można dopatrzeć się jakichkolwiek związków pomiędzy zachowaniem się ceny złota a zachowaniem się kursów walut, szczególnie dolara? Przeprowadzone badania nie potwierdziły między nimi żadnego związku. Demonetyzacja złota stała się więc nieodwracalnym faktem. Złoto zostało zastąpione przez właściwą politykę pieniężną i fiskalną. Umiejętność prowadzenia tej polityki dzisiaj decyduje o roli i znaczeniu pieniądza danego kraju w życiu gospodarczym.

### **Perspektywy zmian**

Pojawiająca się coraz częściej w ostatnich dwudziestu latach XX wieku liczba kryzysów finansowych sygnalizuje, że obecny międzynarodowy system pieniężny wymaga już zmian. Świadomość ta nie doprowadziła jednak do powstania nowej, możliwej do dalszych adaptacji koncepcji międzynarodowego porządku pieniężnego. Wprawdzie pojawiały się różne koncepcje teoretyczne, ale jak dotychczas żadna z nich nie była możliwa do zastosowania w praktyce. Najbardziej radykalna z nich polegająca na przywróceniu stabilności kursów przy pomocy nowej konferencji międzynarodowej podobnej do tej z Bretton Woods w 1944 r., której autorem jest amerykański ekonomista i polityk Lyndon La Rouche, nie znalazła uznania wśród bankierów centralnych i ministrów finansów lub skarbu najsilniejszych gospodarczo państw, na których spoczywałby obowiązek wprowadzania reformy. Potrzeba zmian nie podlega jednak dyskusji i jest ona często przedmiotem wypowiedzi zarówno czołowych polityków, działaczy gospodarczych, jak i wybitnych teoretyków.

---

<sup>12</sup> Zdarzyło się to w styczniu 1980 r.

## Euro i jego szansa

Wprowadzenie od 1 stycznia 1999 r. w jedenastu państwach Unii Europejskiej euro jest doniosłym wydarzeniem gospodarczym. Zwolennicy euro wierzą, że ta nowa wspólna europejska waluta przyczyni się do przywrócenia dynamizmu gospodarce europejskiej w oparciu o stabilność cen i dyscyplinę fiskalną.

W skali międzynarodowej euro ma wielką szansę na to, aby stać się międzynarodową jednostką rozrachunkową, co oznacza, że międzynarodowe transakcje handlowe będą zawierane coraz częściej w tej właśnie walucie nawet w przypadku, kiedy strony transakcji pochodzą będą spoza Unii Europejskiej. Będzie także zapewne walutą odniesienia w zasadach ustalania kursów walut poszczególnych krajów. Kolejna rola euro będzie polegała na spełnianiu przez tę walutę roli międzynarodowego środka płatniczego, co oznacza, że coraz większa liczba rozliczeń międzynarodowych będzie dokonywana w euro. A dotyczyć to będzie także transakcji interwencyjnych na międzynarodowych rynkach dewizowych. Wreszcie euro jako waluta powszechnie używana w Europie i poza jej granicami stanie się powszechną walutą rezerwową, czyli walutą, w której inne kraje będą lokować swoje rezerwy dewizowe.

Amerykański ekonomista Robert Mundell, laureat nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii w 1999 roku, jest uważany za prekursora nowej europejskiej waluty. W grudniu 1998 r. na konferencji organizowanej przez Luksemburski Instytut Studiów Europejskich i Międzynarodowych Mundell przedstawił referat,<sup>13</sup> w którym określił wprowadzenie euro jako epokowe wydarzenie dla świata. Warunkiem spełnienia pokładanych w niej nadziei według Mundella jest dalsze rozszerzenie strefy euro o nowe kraje europejskie. Obecnie licząca 11 krajów strefa powinna na początku nowego wieku osiągnąć liczbę 15 (poprzez dołączenie Danii, Grecji, Szwecji i Wielkiej Brytanii). W dalszej perspektywie planowane jest poszerzenie strefy euro o następne 12 krajów europejskich.<sup>14</sup> Wówczas strefa euro liczyć będzie już 27 krajów - ale to nie wszystko. Strefa CFA liczy 14 krajów afrykańskich i jest powiązana z francuskim frankiem w relacji 1FF = 100 franków CFA. Od 1 stycznia 1999 r. 14 krajów afrykańskich ma więc swoje waluty ściśle powiązane z euro, co powiększa docelową wielkość strefy euro do 41 krajów. Wielu specjalistów jednak sądzi, że znaczna liczba krajów spoza wyżej wymienionych zwiąże swoje waluty z euro.

To wszystko Mundellowi i innym ekonomistom (teoretykom i praktykom) dało podstawy do przewidywania, że przyszły międzynarodowy system pieniężny będzie opierał się na tzw. wielkiej trójce trzech walut (*Great Three* lub G-3): dolarze amerykańskim, euro i jenie japońskim. Waluty te staną się podstawą stworzenia trzech wielkich stref walutowych na świecie i wówczas problem stabilizacji na światowym rynku dewizowym sprowadzi się do zapewnienia stabilizacji relacji pomiędzy dolarem, euro i jenem.

---

13 "The Euro and the Stability of the International Monetary System" (Euro a stabilność międzynarodowego systemu pieniężnego); w podobnym tonie Mundell wypowiadał się podczas swojego pobytu w Polsce, podczas wykładu wygłoszonego 7 marca 2000 r. w Wyższej Szkole Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego na temat rozszerzenia strefy euro.

14 Jeszcze ponad rok temu Mundell przewidywał, że pierwsza szóstka może dołączyć do strefy euro już w 2005 r. Dzisiaj już wiadomo, że jest to termin bardzo mało realny, bo chociaż Unia Europejska określiła swoją gotowość do przyjęcia nowych państw członkowskich w 2003 r. to wszystkie dotychczasowe oficjalne opinie europejskie określają jako przedwczesne przewidywanie ewentualnej daty przystąpienia nowych członków do strefy euro.



**Raport Instytutu Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych (*Institute for International Economics*) z Waszyngtonu zatytułowany “Aby ochronić kondycję światowego systemu finansowego: Przyszły kształt międzynarodowych finansów” (*Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future of International Financial Architecture*)**

Powyższy model rozwiązania coraz bardziej piętrzących się trudności w międzynarodowym systemie pieniężnym jest zamierzeniem docelowym i wymagającym jeszcze wielu wysiłków. Potrzeba zapobieżenia możliwości pojawienia się ostrego kryzysu finansowego o zasięgu światowym inspirowało wielu specjalistów i instytucji finansowych do działań modyfikujących. Instytucją, najbardziej zainteresowaną perspektywami światowego systemu pieniężnego jest Międzynarodowy Fundusz Walutowy, w którym w lutym 2000 r. objął obowiązki naczelnego dyrektora Horst Köhler (jest to pierwszy wybór niemieckiego obywatela na szefa instytucji międzynarodowej tej rangi od zakończenia II Wojny Światowej).

Procedura wyboru nowego szefa MFW rzuciła także trochę światła na możliwości tej prestiżowej międzynarodowej instytucji finansowej. Wyborowi szefa MFW zawsze towarzyszyły ostre kontrowersje. Pomimo dżentelmeńskiej umowy pomiędzy USA a Europą Zachodnią, że na czele MFW stoi przedstawiciel Europy Zachodniej a na czele Banku Światowego przedstawiciel USA, każdy z kandydatów musi uzyskać poparcie polityczne nie tylko swojego środowiska ale także tej drugiej strony. USA posiadają 17,78% głosów w MFW a kraje Unii Europejskiej razem 28,62%. Razem daje to tylko 46,4% głosów. Kandydatowi na szefa MFW nie wystarczy więc poparcie obu tych zainteresowanych stron. Dopiero przyłączenie się innych ważnych krajów takich jak Japonia, Kanada czy Arabia Saudyjska powoduje, że wybór przedstawionego kandydata może zakończyć się sukcesem. Wybory w 2000 roku zbiegły się z opracowaniem dość krytycznego raportu dotyczącego działalności obu siostrzanych instytucji (MFW i Banku Światowego) w amerykańskim Kongresie.

Nowy szef MFW, Horst Köhler, będzie miał niemałe trudności z poprawą podupadłego wizerunku MFW.

Jednym z dokumentów, który stara się uzupełnić lukę jaka wytworzyła się w wyniku trudności w MFW jest raport Instytutu Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych (*Institute of International Economics*) z Waszyngtonu zatytułowany “Aby ochronić kondycję światowego systemu finansowego: Przyszły kształt międzynarodowych finansów” (*Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future of International Financial Architecture*). Wśród autorów raportu są takie znane osobistości jak: Paul Volcker, były gubernator Systemu Rezerwy Federalnej (bank centralny USA), Martin Feldstein, były doradca ekonomiczny prezydenta Regana, czy znany finansista - George Soros.<sup>15</sup>

W raporcie tym, ukończonym we wrześniu 1999 r. i udostępnionym w internecie z początkiem roku 2000, zwraca się uwagę na częste w ostatnich latach zjawiska kryzysowe w finansach międzynarodowych i ostrzega, że jeśli nie zostaną podjęte działania ochronne może dojść do poważnego kryzysu finansowego i gospodarczego na świecie. Raport wyraźnie ostrzega, że żaden kraj na świecie nie ma podstaw do twierdzenia, że kryzys finansowy mu nie zagraża, co powinny szczególnie wziąć pod uwagę kraje tzw. wschodzących gospodarek, gdzie coraz częściej pojawiają się oznaki samozadowolenia i przesadnie korzystnej interpretacji niektórych wskaźników statystycznych.

Wiele uwagi autorzy raportu poświęcają gospodarce amerykańskiej. To prawda - przyznają - że ma ona obecnie bardzo korzystne wskaźniki gospodarcze ale nie dają one podstawy

---

<sup>15</sup> Raport jest dziełem grupy roboczej kierowanej przez Carlę A. Hills i Petera G. Patersona - adres internetowy: [www.iie.com/publications/publication.cfm?pub\\_id+50](http://www.iie.com/publications/publication.cfm?pub_id+50).

do lekceważenia możliwych zjawisk kryzysowych. To prawda, że dobra sytuacja gospodarki amerykańskiej może łagodzić skutki kryzysów zewnętrznych, ale wszyscy powinni zdawać sobie sprawę, że utworzenie w USA "oazy rozwoju" w otoczeniu chaosu finansowego jest zupełnie nierealne.

Swoje zalecenia autorzy raportu formułują w postaci siedmiu rekomendacji (zaleceń), które sprowadzają się do wzmocnienia nadzoru finansowego, poprawy polityki kursowej w krajach rozwijających się i tzw. wschodzących gospodarek, zreformowania finansowych zasad funkcjonowania MFW i Banku Światowego oraz lepszym dostosowaniu tych instytucji do czasów obecnych.

### **Zalecenia autorów raportu:**

*Zalecenie 1. Większe korzyści dla krajów, które wstąpią do "klubu dobrych gospodarzy" ("good housekeeping club")*

Celem tego zalecenia jest skłonienie krajów tzw. wschodzących gospodarek (*emerging economies*) do podejmowania wysiłków zapobiegawczych na wypadek ewentualnych kryzysów walutowych, co uznaje się za cechę "dobrego gospodarza". Wymaga to stworzenia odpowiednich antykryzysowych środków zapobiegawczych i awaryjnego pakietu wsparcia finansowego na wypadek wystąpienia zjawisk kryzysowych, dostępnego zarówno na prywatnych rynkach kapitałowych, jak i pochodzącego z Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Spełnienie tych zaleceń oznacza, że w kraju prowadzona jest zdrowa polityka makroekonomiczna zgodna z międzynarodowymi standardami. Do standardów tych zalicza się: udostępnianie danych według standardów statystycznych Międzynarodowego Funduszu Walutowego, przestrzeganie reguł zawartych w Podstawowych Zasadach Skutecznego Nadzoru Bankowego ogłoszonych przez Komitet Bazylejski<sup>16</sup> i w międzynarodowych standardach rachunkowości, przestrzeganie regulacji IOSCO<sup>17</sup> w sferze obrotu papierami wartościowymi, wiarygodny system notowania kursu walutowego (więcej na ten temat mówi *Zalecenie 4.*) oraz umiejętne zarządzanie długiem publicznym.

Zalecenie pierwsze zwraca szczególną uwagę na możliwość stworzenia odpowiednich mechanizmów finansowania na rynkach prywatnych. Sprzyjać temu powinna odpowiednia współpraca MFW z danym krajem. MFW w ramach konsultacji według art. IV Statutu Funduszu powinien doprowadzić do sklasyfikowania wszystkich krajów w trzy grupy:

grupę A - krajów, które spełniają wymagane standardy;

grupę B - krajów, które poczyniły już znaczne postępy i są w stanie osiągnąć taką zgodność w okresie najbliższych 3-5 lat oraz

grupę C - krajów, które znajdują się jeszcze we wstępnym okresie wprowadzania tych standardów, bądź nie zadeklarowały jeszcze gotowości do ich spełnienia.

W zależności od zaklasyfikowania danego kraju do odpowiedniej grupy, MFW powinien różnicować wysokość stopy procentowej udzielanych kredytów. Najniższe stopy procentowe powinny płacić kraje grupy A, wyższe stopy kraje grupy B a najwyższe kraje grupy C.

*Zalecenie 2. Tak, dla otwarcia rynków kapitałowych, ale ochrona przeciwko nadmiarowi szczęścia (guard against "too much good thing")*

---

16 The Basle Committee's Core Principles of Effective Banking Supervision.

17 International Organization of Securities Commissions - organizacja międzynarodowa komisji papierów wartościowych.

Celem tego zalecenia jest zapobieżenie często pojawiającemu się ruchowi kapitałów prywatnych do tzw. gospodarek wschodzących, który można określić jako "gwałtowny napływ - ucieczka" (*boom-bust*) ale tak, aby jednocześnie nie pozbawić tych krajów niewątpliwych korzyści jakie przynoszą kapitały prywatne.

Nie można nie dostrzegać kryzysogennej właściwości dużej zmienności w ich napływie bądź odpływie. Dlatego też MFW powinien zaprzestać się sprzeciwiać wprowadzaniu podatków od zagranicznych kapitałów krótkoterminowych (takich jakie wprowadzono w Chile) dopóki słabe krajowe sektory finansowe, którym towarzyszy nieskuteczny jeszcze nadzór, nie poprawią swej skuteczności. Wprowadzane podatki muszą jednak spełniać wymóg przejrzystości i nie mogą mieć charakteru dyskryminacyjnego. Powinny być oparte raczej na mechanizmie cenowym niż ilościowym i nie powinny utrudniać zagranicznym instytucjom finansowym wchodzenia na krajowe rynki finansowe.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy w ramach prowadzonego nadzoru nad długiem publicznym kraju członkowskiego powinien starać się zapobiegać wzrostowi udziału zagranicznego zadłużenia krótkoterminowego oraz występowaniu instrumentów opcji sprzedaży<sup>18</sup> w zadłużeniu średnio- i długoterminowym.

Standardy bazylejskie dotyczące wystarczalności kapitału w nadzorze bankowym powinny tak formułować zalecenia dla wag ryzyka, aby nie zachęcać do zbyt dużego udziału transgranicznego kredytowania krótkoterminowego i międzybankowego. Nadzór bankowy powinien wprowadzić pośrednio większe obciążenia dla instytucji finansowych o dużym udziale zewnętrznego zadłużenia (*HLI, highly leveraged institutions*), do których należą rozmaite fundusze hedgingowe (*hedge funds*),<sup>19</sup> poprzez zaostrzenie wymagań stawianych bankom udzielającym kredytu tym funduszom.

### *Zalecenie 3. Sektor prywatny: Popularyzowanie równego udziału w kosztach i dyscypliny rynkowej*

Celem kolejnej sugestii jest zwiększenie znaczenia procedury restrukturyzacji zadłużenia a także zapobieganie występowaniu symptomu tzw. hazardu moralnego.<sup>20</sup> W zakresie restrukturyzacji zadłużenia autorzy raportu zalecają włączenie do tego procesu wszystkich krajów, a w szczególności krajów grupy G-7,<sup>21</sup> czyli krajów występujących jako kredytodawcy dla MFW. Skutkiem tego powinno być pojawienie się działań kolektywnych w dziedzinie rozwiązywania problemów zadłużenia. W tym celu kraje grupy G-7 powinny doprowadzić do powstania stałych komitetów sterujących dla posiadaczy obligacji emitowanych w krajach wschodzących gospodarek oraz dla udzielających tym krajom kredytów bankowych. Komii-

<sup>18</sup> Taka opcja jest instrumentem, który daje kupującemu prawo do sprzedaży określonego aktywu (obligacji).

<sup>19</sup> Fundusze hedgingowe (*hedge funds*) - specyficzne amerykańskie fundusze lokacyjne ostatnio popularne także w Europie Zachodniej. Różnica pomiędzy tradycyjnymi funduszami inwestycyjnymi (w Polsce międzywojennej określano je jako fundusze lokacyjne) polega na rodzaju lokat dokonywanych przez te fundusze. Tradycyjne fundusze inwestycyjne muszą uwzględniać amerykańskie prawo chroniące pojedynczego inwestora przed zbyt ryzykownym lokowaniem powierzonych im środków finansowych. Fundusze hedgingowe takich ograniczeń nie mają i inwestują zwykle w bardzo ryzykowne aktywa (kredytowane wykupy dużych udziałów, opcje i instrumenty *futures*, akcje o dużej zmienności kursów, surowce o dużej zmienności cen, waluty o dużej zmienności kursów itp.) i zawierają jednocześnie transakcje ochronne (hedgingowe) aby ustrzec się przed dużymi stratami. Znaczna część (ok. 60%) ich działalności jest kredytowana przez banki. Wielkość ich kapitałów własnych jest szacowana na 300-400 mld dolarów amerykańskich a wielkość ich lokat na ok. 1 bilion dolarów. Panuje przekonanie, że ich operacje przyczyniają się do kryzysów walutowych.

<sup>20</sup> Zjawisko określane w jęz. angielskim jako *moral hazard* jest bardzo popularne w anglosaskim języku finansowym; oznacza słabe poczucie odpowiedzialności u inwestora i kredytobiorcy, którzy mogą liczyć na pomoc państwa w łagodzeniu skutków ich nieodpowiedzialnego inwestowania lub zaciągania kredytów.

<sup>21</sup> Związana z MFW grupa siedmiu największych krajów przemysłowych, utworzona w połowie lat siedemdziesiątych; w jej skład wchodzi: Kanada, Francja, Niemcy, Włochy, Japonia, Wielka Brytania i USA.

tety te byłyby odpowiednią platformą współpracy przy negocjacjach dotyczących restrukturyzacji zadłużenia tych krajów. Natomiast MFW powinien skłonić kraje dłużnicze do prowadzenia bieżącej i kompleksowej rejestracji ich zagranicznych wierzycieli.

W zakresie zapobiegania tzw. hazardowi moralnemu na krajowych rynkach finansowych kraje wschodzących gospodarek powinny tworzyć lub tak przeobrazić krajowe systemy ubezpieczenia depozytów, aby były one zdolne do wczesnego wykrywania niebezpieczeństw oraz potrafiły podejmować i wprowadzać w życie szybkie decyzje związane ze zwrotem utraconych wkładów pieniężnych. Kraje stosujące się do takich zaleceń powinny otrzymywać korzyści wspomniane w rekomendacji 1. Natomiast w kwestii zapobiegania hazardowi moralnemu na arenie międzynarodowej, MFW powinien udzielać doraźnego wsparcia finansowego tylko tym krajom, które są w stanie doprowadzić do średniookresowej równowagi bilansu płatniczego. Jednym z warunków takiej równowagi winna być stabilizacja obsługi zadłużenia zagranicznego.

*Zalecenie 4. Systemy kursowe: Zdecydowane "nie" dla kursów wiązanych (pegged exchange rates)<sup>22</sup>*

Celem tego zalecenia jest doprowadzenie do wyboru właściwej zasady ustalania kursu walutowego w krajach tzw. wschodzących gospodarek, tak aby zmniejszyć ich wrażliwość na potencjalny kryzys walutowy. Najbardziej kryzysogenne okazują się właśnie tzw. kursy wiązane (*pegged exchange rates*) zwłaszcza wtedy, kiedy osiągają poziom zdecydowanie przewartościowany i obrona ich przez krajowe banki centralne jest typową interwencją "pod wiatr". Głównym sposobem obrony takiego kursu staje się wysoka stopa procentowa, która często powoduje dalszy sztuczny wzrost kursu, a następnie taki kurs walutowy staje się powodem osłabiania konkurencyjności eksportu i wzrostu importu, co nieuchronnie prowadzi do pogorszenia (deficytu) bilansu płatniczego. Zagrożenie to staje się szczególnie realne w warunkach słabego i relatywnie małego systemu bankowego.

MFW w ramach konsultacji wynikających z art. IV Statutu powinien doradzać krajom rozwijającym się wybór takich systemów kursowych, które zdaniem autorów raportu mają mniejszą zdolność wywoływania zjawisk kryzysowych. Do takich zaliczają wszelkie odmiany kursów płynnych kierowanych (*managed floating*) a szczególnie system zmiennych granic wahań (*crawling bands*).

Jako szczególnie wskazany, raport zaleca system notowania kursu walutowego typu *currency board* i przyjmowanie silnych walut (np. dolara amerykańskiego) zamiast waluty krajowej. Trzeba jednak pamiętać także o wadach takich rozwiązań, aby uniknąć zjawisk niepożądanych, które najczęściej powodują słabe systemy bankowe.

Zespół autorski przestrzega także, że nie ma jednego uniwersalnego rozwiązania dla wszystkich rozwijających się krajów i wybór najbardziej odpowiedniego systemu kursowego powinien uwzględniać indywidualne cechy każdego zainteresowanego kraju.

*Zalecenie 5. Zreformować politykę kredytową MFW: Mniej może w konsekwencji oznaczać więcej*

Aby lepiej wyjaśnić tę rekomendację zaproponowano rozróżnienie kryzysu krajowego (*country crisis*) od kryzysu systemowego (*systemic crisis*). Pierwszy - ma zasięg tylko krajo-

---

<sup>22</sup> Kurs wiązany - Kurs walutowy ustalony w stosunku do określonej waluty np. dolara amerykańskiego ograniczony niewielkim pasmem wahań np. 1 \$ = 4,5 zł z pasmem wahań  $\pm 2\%$ . Jeżeli nastąpi spadek kursu o więcej niż 2% bank centralny powinien interweniować aby kurs powrócił do ustalonego pasma, bądź odpowiednie władze powinny zdecydować o nowej wielkości kursu (dewaluacja). Jedną z wersji kursu płynnego kierowanego.

wy i nie zagraża społeczności międzynarodowej. Drugi natomiast - ma charakter systemowy i jego skutki mogą uderzać w kraje sąsiadujące, co może prowadzić do kryzysu o charakterze regionalnym a nawet kryzysu o znacznie szerszym zasięgu. Taki kryzys systemowy może stać się realnym zagrożeniem dla międzynarodowego systemu walutowego i gospodarki światowej.

MFW może utrzymać dotychczasowe limity wsparcia finansowego (*stand-by arrangement*) w stosunku do kryzysu krajowego (100% kwoty udziału danego kraju członkowskiego w MFW jednorazowo i 300% kwoty wsparcia skumulowanego). Na wypadek kryzysu systemowego MFW powinien albo rozwinąć obecnie stosowane NAB/GAB<sup>23</sup> albo powinien wypracować nowe "wsparcie epidemiczne" (*contagion facility*), które dostałyby kraje zagrożone rozprzestrzenianiem się kryzysem finansowym.

Takie wsparcie udzielane byłoby krajom, na które rozprzestrzeniałby się kryzys finansowy, a jego widocznym objawem byłoby pogarszanie się bilansu płatniczego wskazujące, że dany kraj traci nad nim kontrolę. Udzielenie takiego wsparcia nie wymagałoby specjalnego programu akceptowanego przez Fundusz a wystarczyłaby normalna zdolność kredytowa danego kraju.<sup>24</sup> Wsparcie epidemiczne zastąpiłoby dotychczasowe SRF (*supplementary reserve facility* - dodatkowe wsparcie rezerwowe) i CCL (*contingency credit line* - doraźną linię kredytową). Byłoby to wsparcie krótkoterminowe (poniżej 18 miesięcy) i wymagałoby akceptacji krajów-kredytodawców, jako że to one ponosiłyby ryzyko tych kredytów a nie Fundusz. Natomiast Fundusz ograniczyłby się wyłącznie do udzielania wsparcia finansowego w przypadku kryzysów krajowych.

#### *Zalecenie 6. Przeorientować MFW i Bank Światowy: Trzeba wrócić do podstaw*

Potrzeba takiej reorientacji wynika z konieczności dostosowania tych dwóch instytucji do współczesnych problemów gospodarczych i walutowych. W żadnym wypadku nie może to podważyć potrzeby ich dalszego istnienia i funkcjonowania. Zarówno Fundusz jak i Bank Światowy nadal powinny spełniać cele, do których zostały powołane w Bretton Woods, nie mogą jednak ciągle tkwić w starych, nieaktualnych już przyzwyczajeniach.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy nadal powinien obserwować problemy bilansów płatniczych i metody rozwiązywania tych problemów przez kraje członkowskie pod kątem zagrożeń dla partnerów. Powinien reagować na sytuacje kryzysowe w zakresie płynności, kiedy przekracza to możliwości prywatnych rynków kapitałowych i rządów poszczególnych krajów. MFW powinien także występować na arenie międzynarodowej jako strona przejawiająca inicjatywę w zakresie rozwiązywania kryzysów o zasięgu międzynarodowym i organizująca przedsięwzięcia naprawcze, np. restrukturyzację długów. Ponadto MFW powinien nadal popularyzować międzynarodowe standardy finansowe i obserwować ich przestrzeganie w krajach członkowskich. Pojawiające się coraz częściej zjawisko hazardu moralnego w związku ze znacznym wsparciem Funduszu powinno być eliminowane zgodnie z wcześniejszymi Zaleceniami 3 i 5.

---

23 *New arrangements to borrow/general arrangements to borrow* - możliwości rozszerzenia zasobów finansowych MFW powyżej jego normalnych zasobów na podstawie umów z 11 krajami lub ich bankami centralnymi (Belgia, Francja, Holandia, Japonia, Kanada, Niemiecki Bank Federalny, Szwedzki Bank Centralny, Szwajcarski Bank Narodowy, Wielka Brytania, Włochy i USA; środki te są udostępniane krajom członkowskim na zasadach rynkowych i w pewnych specjalnych warunkach (np. zagrożenia międzynarodowego systemu finansowego).

<sup>24</sup> Oznacza to, że stosowano by podobne kryteria do tych, jakie stosuje bank przy udzielaniu kredytu klientowi (sprawdza jego zdolność kredytową).

Podobnie Bank Światowy powinien pamiętać o swojej misji walki z ubóstwem i potrzebie promocji ustabilizowanego wzrostu gospodarczego. Powinien także odpowiednio reagować na potrzeby członkowskich krajów rozwijających się.

MFW powinien zerwać z przejawianym dotychczas nadmiarem opiekuńczości wyrażającej się w formułowaniu kompleksowych programów makroekonomicznych i ograniczyć swoje zalecenia i wymagania do spraw monetarnych, fiskalnych, kursowych i związanych z funkcjonowaniem sektora finansowego. Podobnie Bank Światowy powinien bardziej skupić się na długoterminowych strukturalnych i społecznych aspektach rozwoju gospodarczego. Powinien rozszerzyć swoje zainteresowania na programy bezpieczeństwa społecznego a unikać bezpośredniego zaangażowania w sytuacje kryzysowe, zaprzestać "kredytowania kryzysowego" i poradnictwa makroekonomicznego. Jeżeli obie instytucje uznają powyższe zalecenia za uzasadnione i będą w ich wykonywaniu współpracować to wskazane byłoby połączenie obu instytucji w jedną.

*Zalecenie 7. Pobudzanie zaangażowania politycznego i inicjatywy podejmowania reform strukturalnych wśród tzw. wschodzących gospodarek.*

Celem jest tu stworzenie odpowiedniego klimatu dla wzmocnienia zaangażowania politycznego i wzięcia w swoje ręce niezbędnych reform strukturalnych przez kraje gospodarek wschodzących.

W tym celu Tymczasowy Komitet MFW (*IMF Interim Committee*), Bazylejskie Forum Równowagi Finansowej (*Basle Financial Stability Forum*) oraz prezesi regionalnych banków rozwoju powinni zwołać możliwie najszybciej światową konferencję ministrów finansów. Celem tej konferencji byłoby osiągnięcie porozumienia i opracowanie harmonogramu krajowych przedsięwzięć, dzięki którym ich krajowe sektory finansowe zostaną na tyle wzmocnione, aby mogły przeciwstawić się zagrożeniu kryzysem finansowym.

### **Międzynarodowy Komitet Walutowy i Finansowy MFW**

Wyżej wspomniany w *Rekomendacji 7*. Tymczasowy Komitet MFW<sup>25</sup> został 26 września 1999 r. przekształcony w Międzynarodowy Komitet Walutowy i Finansowy (*International Monetary and Financial Committee - IMFC*) a 16 kwietnia 2000 r. odbył posiedzenie inauguracyjne, w trakcie którego określił swoje zadania.

Po dokładnym opisie światowej sytuacji ekonomicznej MKWF uznał, że zarówno Międzynarodowy Fundusz Walutowy, jak i cały światowy system finansowy powinny dostosowywać się do szybko zmieniającej się gospodarki. Komitet podkreślił szczególną wagę umiejętności zapobiegania zjawiskom kryzysowym w poszczególnych krajach, a więc podejmowanie takich przedsięwzięć prewencyjnych i tworzenie takich opcji alternatywnych na wypadek zaistnienia kryzysu finansowego, które umożliwiłyby przewyciężenie lub znaczne złagodzenie jego następstw.

---

25 W jego skład wchodzi 24 kraje członkowskie MFW, czyli liczba odpowiadająca składowi Zarządu MFW; są to obecnie następujące kraje: Algieria, Arabia Saudyjska, Argentyna, Australia, Belgia, Brazylia, Chiny, Dania, Francja, Gabon, Holandia, India, Kanada, Japonia, Meksyk, Niemcy, Rep. Płd. Afryki, Rosja, Szwajcaria, Tajlandia, USA, Wielka Brytania, Włochy i Zjedn. Emiraty Arabskie; np. Polskę reprezentuje Szwajcaria bo znajdujemy się w grupie, gdzie został wybrany dyrektor ze Szwajcarii; w obradach Komitetu uczestniczą Gubernatorzy Funduszu z poszczególnych krajów (ministrowie skarbu lub finansów).

## Słowniczek terminów finansowych użytych w tekście

**Forward** - Rodzaj transakcji terminowych, obecnie zawieranych głównie na rynkach dewizowych polegających na zobowiązaniu dostarczenia określonej sumy danej waluty w określonym terminie po notowanym na rynku dewizowym kursie terminowym.

**Futures** - Rodzaj transakcji terminowej dla towarów lub instrumentów finansowych, która polega na zobowiązaniu się do rozliczenia transakcji zawartej według ceny *futures* notowanej zazwyczaj na odpowiedniej giełdzie z wyprzedzeniem czasowym (np. jednego miesiąca), po cenie bieżącej która rzeczywiście za miesiąc nastąpi. Transakcje takie zawierane są w celach spekulacyjnych lub dla ochrony przed ryzykiem.

**Interwencja dewizowa** - Zakupy i sprzedaże dewiz przez bank centralny w warunkach zachwiania stabilności kursu waluty krajowej, czyli tendencji spadkowej lub zwykowej kursu. Do interwencji dewizowej nie zalicza się transakcji dewizowych banku centralnego, które wynikają z potrzeb transakcji handlowych i kapitałowych. Transakcje interwencyjne są to specjalne transakcje mające na celu określony wpływ na kształtowanie się kursu. Obecnie najczęściej przeprowadza się je w formie transakcji terminowych lub swapowych, co wymaga wysokiego poziomu rozwoju rynku dewizowego.

**Koszyk walutowy** - Kompozycja obcych walut dobierana dla wyznaczenia kursu waluty krajowej. Najczęściej zawartość koszyka stanowią: dolar amerykański, jen japoński, funt brytyjski, marka niemiecka i frank francuski. Te dwie ostatnie waluty od 1 stycznia 1999 r. zastąpiło euro. Aby można było obliczyć prawidłowo wartość koszyka w walucie krajowej potrzebne są jego składniki wyrażone w poszczególnych walutach, np. 0,56 dolara, które pozostają zazwyczaj niezmiennie, oraz wartości procentowe poszczególnych walut w koszyku, które zmieniają się w zależności od wzajemnych zmian poszczególnych kursów częściej niż wartości bezwzględne. Ważny jest także wybór rodzaju średniej do ważenia koszyka, którą najczęściej jest średnia arytmetyczna, ale znane są także przypadki stosowania średniej harmonicznej i geometrycznej.

**Kurs płynny** - Kurs walutowy płynny kształtuje się wyłącznie pod wpływem popytu i podaży poszczególnych walut bez bezpośredniej ingerencji władz. Aby jednak nie dochodziło do znacznych rozbieżności w stosunku do walut mało używanych przez dany kraj stosuje się jedną lub więcej walut odniesienia, którą najczęściej jest dolar amerykański i większość kursów obliczana jest na podstawie jego kursów dla poszczególnych walut. Trudności w utrzymaniu ustabilizowanej wartości kursu z uwagi na słabo rozwinięte rynki dewizowe powodują wprowadzanie różnych odmian kursów płynnych kierowanych przez władze danego kraju.

**Kurs wiązany** - Kurs walutowy ustalony w stosunku określonej waluty np. dolara amerykańskiego ograniczony niewielkim pasmem wahań np.  $1\$=4,5\text{zł}$  z pasmem wahań  $\pm 2\%$ . Jeżeli nastąpi spadek kursu o więcej niż 2% bank centralny powinien interweniować aby kurs powrócił do ustalonego pasma, bądź odpowiednie władze powinny zdecydować o nowej wielkości kursu (dewaluacja). Jedną z wersji kursu płynnego kierowanego.

**SDR** - Special Drawing Rights, specjalne prawa ciągnięcia. Pieniądz międzynarodowy wprowadzony w 1969 r. przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Powstaje on w wyniku kreacji przez MFW i pełni także rolę jednostki rozrachunkowej w Funduszu. W momencie

wprowadzenia 1 SDR równał się 1 dolarowi amerykańskiemu. Później kurs jego kształtował się na zasadzie koszyka walutowego (też nazwanego SDR), w skład którego weszło pięć walut określonych przez MFW jako swobodnie używalne. Koszyk SDR zawierał: 0,582 dolara amerykańskiego, 27,2 japońskich jenów, 0,105 funta brytyjskiego, 0,446 marki niemieckiej i 0,813 franka francuskiego. Od 1 stycznia 1999 r. odpowiednie wielkości marki i franka zastąpiło 0,3519 euro. Odpowiadają im obecnie następujące wartości procentowe: 39% dolara, 18% jena, 11% funta i 32% euro. Do jego ważenia używa się średniej arytmetycznej. Skład koszyka SDR jest zmieniany co 5 lat.

**Sprzedż za marżę** - Rodzaj transakcji zawieranych na giełdach lub na rynkach dewizowych. Aby sprzedać żadaną ilość danego artykułu (akcja, towar, dewiza) nie jest konieczne ich posiadanie. Wystarczy wpłacenie sumy pieniędzy określonych przez władze giełdy jako marża (np. 40% wartości transakcji). Transakcja taka zawiera obowiązek zawarcia w określonym terminie transakcji odwrotnej (odkupu) w celu zlikwidowania zobowiązania, (ang. *selling short*).

**Swap** - 1. Na rynku dewizowym zakup lub sprzedaż waluty na rynku transakcji kasowych *spot* i równoczesne zawarcie transakcji o tej samej wartości na rynku terminowym *forward*. Transakcji takich dokonuje się najczęściej w celu ochrony przed ryzykiem kursowym. 2. W międzynarodowych operacjach walutowych otwarcie przez dany bank centralny linii kredytowej we własnej walucie w zamian za otwarcie tej samej wartości linii kredytowej w innej walucie przez emitujący tę walutę bank centralny. 3. Nazwa transakcji odkupienia/odprzedaży (*repo/reverse repo*) zawieranych przez banki centralne na rynku dewizowym.