

*Grzegorz Tchorek, Zuzanna Gromiec,  
Kamila Kuziemska, Magdalena Nawrot\**

## **Wybrane aspekty przemian w międzynarodowym systemie walutowym**

Artykuł odnosi się do dwóch istotnych aspektów funkcjonowania Międzynarodowego Systemu Walutowego. Pierwszy dotyczy jego architektury i możliwych przemian w efekcie dostosowań pokryzysowych. Rozważamy słabości systemu dwuwalutowego, opartego na dolarze jako walucie dominującej i euro jako drugiej walucie międzynarodowej. Znajdujemy argumenty na rzecz ewolucji MSW w kierunku systemu wielowalutowego.

Drugi rozważany wątek dotyczy tzw. wojen walutowych, które stanowią przykład zmiany w podejściu do prowadzonej polityki makroekonomicznej w reakcji na kryzys. Wskazujemy, że wykorzystanie kursu walutowego jako narzędzia polityki gospodarczej może się nasilać w przypadku pogłębiających się trudności z odbudową wzrostu gospodarczego.

### **Wstęp**

Głównym celem artykułu jest przedstawienie najważniejszych zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym, ze szczególnym uwzględnieniem zdarzeń, które miały miejsce w 2010 r., a także próba sformułowania scenariuszy przemian w kolejnych latach.

W części pierwszej przedstawiono prawdopodobne kierunki przekształceń MSW w następstwie kryzysu, który wyeksponował słabe strony systemu zdominowanego przez jedną walutę. Ocenie poddano możliwości funkcjo-

---

\* Dr **Grzegorz Tchorek** – Uniwersytet Warszawski, NBP; **Zuzanna Gromiec** – NBP; **Kamila Kuziemska** – Uniwersytet Łódzki, NBP; **Magdalena Nawrot** – Szkoła Główna Handlowa. Poglądy przedstawione w tekście nie powinny być utożsamiane ze stanowiskiem instytucji, z którymi są powiązani autorzy.

nowania systemu dwuwalutowego, opartego na parze dolar – euro, systemu wielowalutowego oraz zdolność SDR (*Special Drawing Rights*) do przejęcia funkcji waluty międzynarodowej.

Z pierwszej części analiz wynika, że w krótkim okresie należy oczekiwać utrzymania w MSW dominacji dolara amerykańskiego i euro w roli walut wiodących. Jednak w konsekwencji kryzysu, w średnim i długim okresie, system walutowy może ewoluować w kierunku modelu wielowalutowego. Wynika to zarówno z ryzyka systemowego, związanego z dominacją jednej waluty, jak i ze wzrostu znaczenia krajów rozwijających się. Historia gospodarcza pokazuje jednak, że zmiana statusu jednostki pieniężnej w systemie walutowym to proces charakteryzujący się dużym stopniem inercji, wobec czego zazwyczaj nie następuje w krótkim czasie.

W drugiej części artykułu opisano główne czynniki eskalacji napięć w MSW w okresie kryzysu. Przedstawiono też zmianę zakresu wykorzystywanych instrumentów polityki makroekonomicznej, ze szczególnym uwzględnieniem polityki kursu walutowego. Teza sformułowana na podstawie obserwacji zawartych w tej części tekstu sugeruje, że wojny walutowe przejawiające się dumpingiem kursowym (*currency depreciation*) bądź działaniami chroniącymi przed nadmierną i nieuzasadnioną aprecjacją (*competitive non-appreciation*) to z jednej strony element walki o wzrost gospodarczy, z drugiej instrument ochrony rynku wewnętrznego. Intensywność działań interwencyjnych w zakresie polityki makroekonomicznej może przybierać na sile w przypadku pojawienia się trudności z pobudzeniem wzrostu gospodarek wysoko rozwiniętych i utrzymaniem napływu kapitału do gospodarek rozwijających się.

## **Przyczyny i perspektywy przemian w MSW**

### **Słabości systemu z kluczową rolą dolara amerykańskiego**

Kryzys finansowy, który wybuchł w 2007 r., uwydatnił wady systemu opartego na dominującej roli waluty jednego państwa. Stany Zjednoczone, emitujące główną walutę MSW, stoją wobec wyboru między zaspokojeniem światowego zapotrzebowania na rezerwy walutowe a zachowaniem równowagi zewnętrznej i wewnętrznej. Problem ten, określany mianem dylematu Triffina, oznacza, że kraj, który chce wykreować walutę międzynarodową, jest skazany na deficyt obrotów bieżących. Utrzymując dług wobec reszty świata, zapewnia płynność międzynarodowym rynkom finansowym oraz gospodarce realnej. Brak deficytu na rachunku obrotów bieżących może prowadzić do małej podaży międzynarodowego pieniądza i rodzić ryzyko

deflacji. W przypadku utrzymania systemu opartego na jednej walucie prawdopodobnie każdy kraj, którego waluta zastąpi dolara amerykańskiego, będzie musiał zmierzyć się z tym problemem potęgującym narastanie globalnej nierównowagi.

Dolar amerykański utrzymuje dominującą pozycję od czasów systemu z Bretton Woods. Stany Zjednoczone, które notowały wówczas deficyt bilansu płatniczego, zapewniały światową płynność finansową i gwarantowały absorpcję eksportu reszty świata. Japonia i kraje Europy Zachodniej na skutek niedowartościowania swoich walut akumulowały wówczas znaczne ilości rezerw nominowanych w dolarach. Mimo upadku modelu dolarowo-złotego na początku lat 70. XX w., siła gospodarki amerykańskiej oraz efekty sieci, wynikające z powszechnego zastosowania dolara w światowym systemie gospodarczym, sprzyjały utrzymaniu jego dominującej pozycji. Status dolara jako pieniądza międzynarodowego, tworzącego nieformalny system Bretton Woods II, funkcjonujący analogicznie do Bretton Woods z lat 50. i 60., przyczynił się również do powstania globalnej nierównowagi. W tzw. nowym Bretton Woods rozwijające się gospodarki Azji, głównie Chin, osiągają korzyści z niedowartościowania swoich walut i akumulują rezerwy dolarowe od przełomu XX i XXI w.<sup>1</sup>

Jak zauważa Fratzscher w opracowaniu *What Explains Global Exchange Rate Movements During the Financial Crisis?*, przed kryzysem powszechne oczekiwania uczestników rynków finansowych i życia gospodarczego wskazywały deprecjację dolara amerykańskiego jako jeden z czynników, który pozwoli przywrócić równowagę w międzynarodowym systemie gospodarczym.<sup>2</sup> Paradoksalnie, ku zaskoczeniu rynków i obserwatorów zjawisk ekonomicznych, wejście w najbardziej dotkliwą fazę zawirowań na rynkach finansowych (od połowy 2008 r.) przyczyniło się do aprecjacji dolara wobec niemal wszystkich walut międzynarodowego systemu finansowego. Należy to wiązać z nadzwyczajnym wzrostem awersji do ryzyka oraz ucieczką do aktywów o wysokiej wiarygodności i płynności (*flight to quality, flight to liquidity*). Zamrożenie globalnego rynku międzybankowego, na skutek fali bankructw instytucji finansowych i gwałtownej utraty wzajemnego zaufania uczestników rynku wymiany pieniądza, zwiększyło z jednej strony presję na utrzymanie płynności, a z drugiej poszukiwanie aktywów o tradycyjnie dużej wiarygodności.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> M.P. Dooley, D. Folkerts-Landau, P.M. Garber, *Bretton Woods II still defines the international monetary system*, NBER Working Paper 14731, luty 2009.

<sup>2</sup> M. Fratzscher, *What Explains Global Exchange Rate Movements During the Financial Crisis?*, ECB Working Paper no. 1060/ 2009.

<sup>3</sup> S. Elsake, *Is the US Dollar in Danger of Losing its Reserve Currency Status?*, Australia and New Zeland Banking Group Ltd, lipiec 2009.

Jednak choć dolar amerykański pokazał swoją siłę we wstępnej fazie kryzysu, stając się najważniejszym aktywem *safe haven*,<sup>4</sup> jego zdolność do utrzymania statusu głównej waluty międzynarodowej może być ograniczona za sprawą kilku czynników.

Po pierwsze, w okresie przed kryzysem w USA zakumulowano ogromne zadłużenie w sektorze prywatnym, a w następstwie kryzysu również w sektorze publicznym. Obecny w systemie finansowym proces delewarowania oraz równoważenia bilansów gospodarstw domowych przez wzrost stopy oszczędności stanowi najważniejszą barierę zwiększenia konsumpcji prywatnej, tradycyjnie kluczowego czynnika wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Deficyt sektora publicznego wzrósł z 9,9% PKB w 2009 r. do 10,6% PKB w 2010 r. (1,56 bln dol.). W konsekwencji dług tego kraju wzrośnie z 84% PKB w 2009 r. do ponad 102% PKB w 2012 r. i 115% PKB w 2015 r.<sup>5</sup>

Po drugie, osłabienie dolara, które może prowadzić do zmniejszenia jego dominującej pozycji w MSW, jest pochodną działań antykryzysowych Rezerwy Federalnej, która dąży do rozluźnienia warunków kredytowania.<sup>6</sup> Podstawowe stopy procentowe obniżono z poziomu nieco ponad 5% w drugiej połowie 2007 r. do 2% rok później, a następnie do przedziału 0 – 0,25% w grudniu 2008 r. Oprócz pakietu uruchomionego w marcu 2009 r. (w wysokości 1,7 bln dol.) po posiedzeniu FED 4 listopada 2010 r. poinformo-

<sup>4</sup> Pojęcie aktywów typu *safe haven* obejmuje instrumenty o niskim ryzyku i wysokiej płynności, np. niemieckie dziesięcioletnie obligacje rządowe nabywane przez nierezydentów podczas kryzysu rosyjskiego. *Safe haven* można również definiować jako aktywa zabezpieczające (*hedge assets*), czyli takie, z których zysk jest niezwiązany (lub negatywnie związany) z zyskiem z portfela referencyjnego. Według bardziej restrykcyjnej wersji definicji aktywa typu *safe haven* przynoszą zyski, podczas gdy portfel referencyjny odnotowuje znaczące straty (por.: R.N. McCauley, P. McGuire, *Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging*. BIS Quarterly Review, grudzień 2009, s. 86).

<sup>5</sup> IMF, *World Economic Outlook*, 10/2010.

<sup>6</sup> W ramach niekonwencjonalnych działań polityki pieniężnej wyróżnia się *credit easing* oraz *quantitative easing*. Działania *credit easing* w odróżnieniu od *quantitative easing* nie koncentrują się na ilości rezerw wygenerowanych wskutek działań polityki pieniężnej, lecz na kompozycji aktywów składających się na sumę bilansową banku centralnego. *Credit easing* obejmuje działania w postaci rozluźnienia warunków kredytowania, które jest osiągane przez zamianę jednych klas aktywów utrzymywanych przez bank centralny na inne. *Quantitative easing* to pojęcie szersze niż *credit easing*. Bank centralny może angażować się w *credit easing* bez *quantitative easing*, natomiast odwrotna sytuacja jest praktycznie niemożliwa. W przypadku *quantitative easing* podstawę stanowi zwiększenie pasywnej strony bilansu banku centralnego, zmiany kompozycji strony aktywnej (w tym portfela papierów) pojawiają się jako efekt uboczny, a jedynym ich celem jest umożliwienie przeprowadzenia operacji zwiększenia wolnych rezerw systemu finansowego. (E. Pytlarczyk, M. Mazurek, *Miesięczny przegląd makroekonomiczny*, BRE Bank SA, październik 2010).

wano o kolejnej rundzie luzowania ilościowego, o wartości 600 mld dol. Działania te sygnalizują, że poziom wzrostu cen uznawany był za zbyt niski, a wyższa inflacja powinna się przyczynić do pobudzenia koniunktury i zmniejszenia realnej wartości długu publicznego i prywatnego, tym samym rozwiązując problemy amerykańskiej gospodarki kosztem kredytodawców.

Po trzecie, nadzwyczajne działania w polityce pieniężnej i fiskalnej okazały się dotąd mało skuteczne. Krótkookresowe prognozy makroekonomiczne są umiarkowanie pozytywne – perspektywy wzrostu na lata 2011–2012 pozostają niepewne, nie zmniejsza się również bezrobocie utrzymujące się na wysokim poziomie ok. 10%. Presja inflacyjna pozostaje zbyt słaba w stosunku do oczekiwań FED. Trudności w odbudowie wzrostu mogą pogłębić spadek znaczenia gospodarki amerykańskiej, który trwa od 1999 r. Wówczas jej udział w światowym PKB wynosił ok. 24% i zmniejszył się w 2009 r. do ok. 20%.

Wymienione czynniki mogą sugerować „nadreprezentację” dolara amerykańskiego w MSW i stanowić argumenty na rzecz zmniejszenia jego roli. Obecny zakres zastosowania dolara jako pieniądza międzynarodowego nie odzwierciedla bowiem realnej siły i roli gospodarki USA, a w większym stopniu wynika z efektów sieci i inercji oraz rozwoju rynków finansowych. Dotychczas jednak czynniki te były wystarczające dla utrzymania statusu waluty numer 1 w systemie.

## **Problemy euro jako drugiej waluty MSW**

Utworzenie w 1999 r. nowej waluty – euro, stworzyło szansę na zmniejszenie dominacji dolara. Pod wspólnym parasolem euro nastąpiła unifikacja tak ważnych walut jak marka niemiecka, frank francuski i gulden holenderski.

Mimo to, przez pierwsze dwa lata swojego istnienia euro traciło na wartości względem dolara na skutek dobrej kondycji gospodarki amerykańskiej i początkowo małego zaufania do nowej waluty. Po skoordynowanej interwencji głównych banków centralnych w obronie euro w 2000 r., atakach terrorystycznych z 11 września 2001 r. oraz wprowadzeniu (do obiegu) euro w postaci gotówkowej od 2002, wzrosło zaufanie do wspólnej waluty, co rozpoczęło przeszło sześcioletni trend aprecjacyjny względem dolara. Czynniki te pozwoliły euro stosunkowo szybko zyskać pozycję drugiej waluty międzynarodowej, przyczyniając się m.in. do:

- **utworzenia drugiej (po USA) pod względem absolutnej wartości wygenerowanego PKB strefy walutowej.** Jednocześnie

strefa euro, wraz z sąsiadującymi i silnie powiązanymi gospodarczo krajami UE-27, wytwarza największą na świecie część PKB, a kraje strefy euro są największym eksporterem świata (dzięki temu, że np. Niemcy zajmują w tym zakresie drugie po Chinach miejsce na świecie);

- **integracji rynków finansowych i dywersyfikacji źródeł pozyskania i lokowania kapitału.** W IV kwartale 2009 r. euro jako waluta, w której nominowane są międzynarodowe papiery dłużne, miało 31,4% udziału w rynku światowym według wąskiej miary<sup>7</sup> i 29,8% według globalnej miary. Warto również wspomnieć, że pod względem całkowitej wielkości emisji prywatnych papierów dłużnych euro jest najważniejszą walutą systemu międzynarodowego;
- **dywersyfikacji światowych rezerw walutowych.** W ciągu dziesięciu lat funkcjonowania euro uzyskało ponad 26-proc. udział w światowych rezerwach walutowych<sup>8</sup> oraz stworzyło możliwość alternatywnego wyboru stabilizacyjnej kotwicy nominalnej dla wielu gospodarek;
- **stabilizacji globalnego systemu walutowego.** Podczas kryzysu finansowego 2007–2009 dostęp do drugiej waluty o międzynarodowym zasięgu pozwolił na zmniejszenie ryzyka w transakcjach międzynarodowych. Oceniając zawirowania ze wstępnej fazy kryzysu (do maja 2008 r.), Knight wskazuje, że kryzys finansowy byłby prawdopodobnie bardziej dotkliwy zarówno dla krajów strefy euro, jak i dla świata, gdyby nie waluta euro.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Według definicji EBC (EBC, *Review of the international role of the euro*, lipiec 2007) emisje międzynarodowych papierów dłużnych można mierzyć za pomocą następujących miar: – **wąska miara** obejmuje emisje w walucie innej niż waluta kraju emitenta (rezydenta), czyli obligacje nominowane w jenie emitowane przez podmioty niebędące rezydentami Japonii, np. amerykańskie przedsiębiorstwa. Miara ta pozwala jednoznacznie zidentyfikować skalę wykorzystania danej waluty na rynkach międzynarodowych; – **szeroła miara** obejmuje miarę wąską oraz emisje papierów dłużnych w walucie kraju rezydenta przeznaczone na rynek zagraniczny (np. obligacje emitowane przez rezydentów Japonii nominowane w jenie, przeznaczone na rynek amerykański); – **globalna miara** obejmuje całkowitą emisję papierów dłużnych w danej walucie, czyli miarę szeroką, wraz z emisjami papierów dłużnych w walucie krajowej przeznaczonymi na rynek krajowy. Z tego powodu miara globalna, łącząc rynek krajowy z międzynarodowym, nie pozwala na rozróżnienie obrotu krajowego od *stricto* międzynarodowego.

<sup>8</sup> Prognozy IMF COFER na II kwartał 2010 r. szacują udział euro w światowych rezerwach walutowych na 26,5%.

<sup>9</sup> D. Knight, *The euro as a catalyst for global financing market deepening*, BIS 2008.

Mimo że dla międzynarodowego systemu walutowego utworzenie nowej waluty okazało się udanym eksperymentem, kryzys ujawnił słabości instytucjonalne funkcjonowania obszaru wspólnej waluty.

Przed wszystkim zarówno przed powstaniem strefy euro, jak i w okresie jej funkcjonowania szeroko dyskutowano na temat adekwatności wspólnej polityki pieniężnej wobec różnorodnych organizmów gospodarczych (*one size fits all*). Różny poziom rozwoju gospodarczego, brak trwałości spełnienia kryteriów konwergencji nominalnej oraz odmiennosc struktur gospodarczych krajów strefy euro prowadziły do zróżnicowania poziomu realnych stóp procentowych przy tej samej nominalnej stopie banku centralnego. Ponadto problem braku dyscypliny fiskalnej sprawił, że kraje mniej stabilne ekonomicznie, pozostając w strefie euro, korzystały z wiarygodności innych państw członkowskich, takich jak Niemcy. Zjawisku „jazdy na gapi” (*interest free ride*) sprzyjało nadmierne zaufanie rynków finansowych, które nie potrafiły skutecznie karać wyższymi stopami procentowymi krajów prowadzących rozrzutną politykę fiskalną. Równocześnie strefa euro boryka się z problemem utraty konkurencyjności, do którego przyczyniły się nietrwała i niepełna konwergencja nominalna, wiele słabości instytucjonalnych, przeregulowanie gospodarek oraz brak konsekwencji w zakresie reform. Poważną słabość unii walutowej w Europie stanowi również brak egzekucji postanowień traktatowych. Ustalenia Traktatu z Maastricht pozwalają na nadmierne upolitycznienie decyzji instytucji europejskich, czego rezultatem okazał się brak realnej kontroli polityk fiskalnych, a także konkurencyjności państw członkowskich.

Wprowadzenie wspólnej waluty było jednoznaczne z pojawieniem się na arenie międzynarodowej nowego podmiotu o potencjale ludnościowym, relatywnie dużym PKB, wolumenach handlu czy poziomie stopy życia, który mógł konkurować ze Stanami Zjednoczonymi. Euro w roli pieniądza międzynarodowego jest walutą numer 2 na świecie po dolarze amerykańskim. Niemniej jednak dominuje w Europie, w innych częściach świata stosuje się je rzadziej.

Dotychczasowy umiarkowany sukces euro ma różne źródła. Pierwszym jest ograniczony potencjał wzrostu. Choć udział strefy euro w światowym PKB wynosił w 2010 r. ok. 16%, to na niekorzyść gospodarek tej strefy jako całości przemawia relatywnie mały potencjał wzrostu w zakresie PKB i produktywności, prowadzący do zmniejszenia roli europejskiej unii walutowej na świecie. Należy jednak pamiętać, że strefa euro jest największym na świecie eksporterem, a potencjał ekonomiczny obszaru walutowego może być zwiększony wraz z jej rozszerzeniem na kolejne kraje członkowskie UE. Drugim ważnym czynnikiem jest znaczna fragmentacja rynków finansowych w strefie euro. Oceny stopnia integracji rynków finansowych państw

strefy euro w pierwszych latach funkcjonowania unii walutowej w Europie były stosunkowo optymistyczne. Wskazywano skokowe wyrównywanie stóp procentowych na skutek eliminacji ryzyka kursowego i narodowych polityk pieniężnych. Proces ten dotyczył głównie hurtowych rynków pieniężnych, w mniejszym stopniu prywatnego rynku papierów dłużnych. Na rynkach obligacji rządowych nastąpiła silna konwergencja rentowności, ale kryzys gospodarczy udowodnił, że dopóki poszczególne rządy krajów członkowskich pozostaną gwarantami zadłużenia, dopóty będą istniały różnice w ryzyku i stopach procentowych. Problemem wciąż pozostaje zdecentralizowany nadzór finansowy oraz różnice w systemach podatkowych. Duże znaczenie ma również brak spójnego i scentralizowanego systemu zarządzania gospodarczego. Choć strefa euro określana jest mianem Unii Gospodarczej i Walutowej, większą wagę przypisuje się w niej unifikacji walutowej niż ujednoczeniu polityk gospodarczych poszczególnych krajów. Obok zdecentralizowanej polityki fiskalnej funkcjonują wciąż różne systemy podatkowe i zabezpieczenia społecznego, polityki rynku pracy *etc.* Istotną przeszkodą dla wzrostu roli euro jako waluty międzynarodowej pozostają ograniczenia pozaekonomiczne, wynikające z braku spójnego zarządzania politycznego i ekonomicznego oraz odpowiedniej siły militarnej i koordynacji polityki zagranicznej państw tworzących UE. Pisani-Ferry i Posen argumentują, że jednym z powodów korzystania przez niektóre kraje z dolara jako waluty zaczepu jest potencjał ekonomiczny i militarny USA.<sup>10</sup> Z tych względów strefa euro, ale również UE, jest określana jako „ekonomiczny gigant i polityczny karzeł”.

Dodatkowo kryzys i problemy zadłużeniowe w niektórych krajach strefy euro sprawiły, że pojawiły się wątpliwości co do jej przyszłości (por.: tabela 1.). Ocena najczęściej pojawiających się rozwiązań wskazuje, że najbardziej prawdopodobne wydaje się utrzymanie *status quo*, gdyż każdy z omawianych scenariuszy jest bardzo kosztowny i nie zapewnia korzyści wystarczająco wysokich, by zrekompensować potencjalne straty. Najmniej prawdopodobne wydaje się dopuszczenie do rozpadu strefy euro, który oznaczałby koniec europejskiej integracji. Bankructwo państwa, wyjście bądź wyrzucenie kraju ze strefy euro, a także jej podział na dwa bloki to również rozwiązania mało prawdopodobne, chociażby z uwagi na ryzyko efektu domina i koszty w postaci wyhamowania bądź nawet odwrócenia procesu integracji ekonomicznej i politycznej w Europie.

---

<sup>10</sup> J. Pisani-Ferry, A.S. Posen, *The euro at ten: the next global currency?*, Peterson Institute for International Economics, Bruegel, Washington DC, 06/2010.



**Tabela 1. Potencjalne scenariusze przyszłości strefy euro**

PRAWDO- PODOBIENSTWO REALIZACJI	BARIERY/WADY	ZALETY
1. Rozpad strefy euro *	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Brak regulacji prawnych umożliwiających rozpad strefy euro</li> <li>• Powrót do walut narodowych – utrata stabilności makroekonomicznej gwarantowanej przez EBC i przynależności do strefy euro</li> <li>• Ryzyko wzrostu cen obligacji, potencjalne bankructwo niektórych państw i zarażanie następnych</li> <li>• Pozycja krajów silnych również uległaby pogorszeniu – aprecjacja walut, załamanie handlu</li> <li>• Napięcia dyplomatyczne – prawdopodobny koniec integracji europejskiej w obecnym kształcie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kraje bogate, jak Niemcy, nie musiałyby płacić za błędy gospodarek zadłużonych</li> </ul>
2. Bankructwo kraju członkowskiego *	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ryzyko spekulacji na upadek kolejnego kraju</li> <li>• Straty inwestorów z pozostałych państw na skutek powiązań rynków finansowych i zaangażowania w aktywa bankruta</li> <li>• Ryzyko wzrostu cen obligacji nawet państw silnych</li> <li>• Ryzyko osłabienia pozycji międzynarodowej strefy euro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prewencja – „odstraszenie” innych, potencjalnych bankrutów</li> <li>• Represja – „zasłużona kara”</li> </ul>
3. Wyjście państwa ze strefy euro **	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Konsekwencje natury politycznej – groźba napięć w kontaktach z państwami pozostającymi w strefie euro</li> <li>• Dążenie rządu państwa opuszczającego strefę do dewaluacji i inflacji – prawdopodobna utrata dostępu do globalnego kapitału</li> <li>• Ryzyko konieczności wyjścia z UE i rezygnacji ze Wspólnego Rynku</li> <li>• Ryzyko bezrobocia, strajków, niepokoїв społecznych z powodu wycofywania kapitału zagranicznego</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Krótkookresowa poprawa konkurencyjności przez dewaluację</li> <li>• Wpływ inflacji na dług w walucie narodowej – możliwość poprawy sytuacji dla państwa wychodzącego</li> <li>• Brak kosztów pomocy</li> </ul>
4. Wyrzucenie kraju ze strefy euro **	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Spadek stabilności makroekonomicznej powodowany rezygnacją z waluty międzynarodowej – euro i nadzoru EBC</li> <li>• Brak odpowiednich uregulowań prawnych w TUE – problem legalności</li> <li>• Reakcja inwestorów – bardzo prawdopodobna ucieczka kapitału</li> <li>• Koszt ponownego wprowadzenia waluty narodowej i wycofania euro z obiegu</li> <li>• Ryzyko zahamowania procesu integracji w Europie</li> <li>• Napięcia dyplomatyczne</li> <li>• Brak instytucji uprawnionej do wykluczenia z członkostwa w strefie euro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Możliwość wyeliminowania mającego problemy państwa</li> <li>• Krótkookresowa poprawa finansów strefy euro dzięki wyeliminowaniu konieczności finansowego wspomagania zadłużonego państwa</li> </ul>

<p>5. Europa dwóch prędkości **</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rozwarstwienie między krajami</li> <li>• Napięcia dyplomatyczne</li> <li>• Prawdopodobnie zahamowanie integracji paneuropejskiej w obecnym kształcie</li> <li>• Ryzyko skłócenia państw członkowskich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Możliwość dostosowania polityki do sytuacji gospodarczej państw</li> <li>• Potencjalnie korzystna dla państw silniejszych, jednak zagrożona aprecjacja „silniejszego” euro</li> </ul>
<p>6. Restrukturyzacja długu Grecji **</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Duże zaangażowanie banków francuskich, niemieckich i szwajcarskich w greckie obligacje</li> <li>• Obawa przed reakcją inwestorów</li> <li>• Problem dla krajowych funduszy inwestycyjnych i banków, które inwestowały w obligacje rządowe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zmniejszenie ciężaru długu greckiej gospodarki</li> <li>• Możliwe zmniejszenie rentowności obligacji</li> </ul>
<p>7. Przetrvanie strefy euro/modyfikacja zasad funkcjonowania ****</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ryzyko konieczności finansowego wspomaganie kolejnych państw członkowskich</li> <li>• Możliwe spowolnienie wzrostu silniejszych państw, które będą zmuszone pomagać słabszym zamiast dbać o własny rozwój</li> <li>• Potencjalne dalsze spory między państwami członkowskimi na tle pakietów pomocowych i środków budżetowych</li> <li>• Dopóki sytuacja wszystkich państw członkowskich nie będzie stabilna, euro prawdopodobnie nie odzyska swojej dawnej pozycji i zaufania inwestorów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dowód na polityczną i ekonomiczną siłę strefy euro i wspólnej europejskiej waluty</li> <li>• Po opanowaniu sytuacji szansa na dalszą integrację</li> <li>• Stabilność w strefie euro wpłynie na postrzeganie przez inwestorów zarówno obligacji państw członkowskich, jak i samego euro</li> </ul>

Uwaga: liczba gwiazdek oznacza skalę prawdopodobieństwa realizacji scenariusza od najmniejszego (\*) do największego (\*\*\*\*). Przerwana niebieska linia wyznacza część wspólną scenariusza 3. i 4.

Źródło: Opracowanie własne.

## System dwubiegunowy i wielowalutowy

Zdaniem Roberta Mundella<sup>11</sup> od upadku Bretton Woods świat pozbawiony jest systemu porządkującego międzynarodowe relacje walutowe. Rezygnacja z „twardych podstaw” wymiany walutowej, jaką zapewniało złoto w roli pieniądza międzynarodowego, oraz odejście od kursów stałych na rzecz płynnych spowodowało nasilenie wahań na rynkach walutowych. Liberalizacja rynków finansowych oraz wzrost kapitalizacji i wolumenu obrotów na nich realizowanych przyczyniły się do zmienności cen aktywów i kursów walutowych, a także istotnego, często negatywnego, ich wpływu na sferę realną. Ponieważ gospodarki amerykańska i europejska (strefa euro) przynoszą około 35% światowego PKB, Mundell proponuje oparcie MSW

<sup>11</sup> Zaprezentowanym podczas konferencji „Shaping the future of the international monetary system”, 26.05.2010 r. w Warszawie.

na parze euro – dolar, co pozwoliłoby na wyeliminowanie wahań kursów tych walut wobec siebie, które – jak pokazują doświadczenia 2010 r. – są znaczne. Para euro – dolar mogłaby stanowić kotwicę nominalną dla pozostałych walut, a koszyk „globalnych” walut mógłby zostać poszerzony o funta szterlinga, franka szwajcarskiego, jena czy renminbi.

Mateos y Lago, Duttagupta, Goyal podkreślają, że odejście od systemu jednej dominującej waluty na rzecz koszyka walut zmusiłoby państwa do współpracy w zakresie polityki finansowej, co powinno przeciwdziałać powstawaniu i pogłębianiu globalnej nierównowagi. Z drugiej strony wadą tego rozwiązania mogą być potencjalne problemy gospodarek będących emitentami najważniejszych walut. Ich negatywny wpływ byłby jednak ograniczony udziałem danego kraju w światowym systemie gospodarczym.<sup>12</sup>

Według Genberga fakt współistnienia wielu walut w aktywach rezerwowych świadczy o możliwości funkcjonowania wielowalutowego międzynarodowego systemu finansowego.<sup>13</sup> Ewolucja MSW w kierunku systemu opartego na kilku równorzędnych walutach może przybrać na sile, kiedy korzyści z dywersyfikacji walut rezerwowych zarówno dla wierzycieli, jak i dłużników będą większe niż oszczędności wynikające z redukcji kosztów transakcyjnych i korzyści skali przy wykorzystaniu tylko jednej waluty. Współcześnie pozytywne efekty dywersyfikacji walut są większe niż chociażby 20 lat temu dzięki postępowi technicznemu. Handel elektroniczny oraz wyspecjalizowane platformy transakcyjne tworzą warunki do współistnienia wielu walut międzynarodowych i regionalnych w międzynarodowym systemie finansowym oraz ich użytkowania nawet dla umiarkowanych wolumenów transakcji.

## Perspektywy wzrostu znaczenia SDR

Do pewnego stopnia problem uzależnienia międzynarodowego systemu walutowego od jednej waluty można również rozwiązać przez zwiększenie roli specjalnych praw ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR<sup>14</sup>).<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> I. Mateos y Lago, R. Duttagupta, R. Goyal, *The debate on the International Monetary System*, IMF SPN/09/26, listopad 2009.

<sup>13</sup> H. Genberg, *Currency internationalisation: analytical and policy issues*, Hong Kong Monetary Authority, 11.03.2009 (draft).

<sup>14</sup> Dyskusję na temat możliwości zwiększenia roli SDR rozpoczęła propozycja gubernatora Ludowego Banku Chin w marcu 2009 r., który zzywał do reform międzynarodowego systemu walutowego.

<sup>15</sup> P. Subacchi, *Introduction: No New Bretton Woods, but a System in Flux in: Beyond the Dollar, Rethinking the International Monetary System*, eds. P. Subacchi, J. Driffill, marzec 2010.

Realizacja tego scenariusza mogłaby zwiększyć stabilność systemu, a dywersyfikacja koszyka walutowego SDR, opartego na najsilniejszych walutach globalnych, ułatwiłaby zarządzanie rezerwami, zwalniając z konieczności konstruowania portfela wielowalutowego. Powstanie systemu opartego na SDR spowodowałoby rozszerzenie oddziaływania „nadzwyczajnego przywileju” kraju emitenta waluty międzynarodowej na wszystkie państwa, których waluty tworzą koszyk SDR.<sup>16</sup> Dostarczenie odpowiedniej ilości specjalnych praw ciągnięcia w charakterze rezerw dewizowych na rynki krajów wschodzących zmniejszyłoby ich tendencję do eksportu kapitału do krajów – emitentów walut rezerwowych. Ponadto uniezależnione od sytuacji makroekonomicznej i politycznej jednego kraju SDR mogłyby się sprawdzić w roli stabilizatora rynków walutowych.

Przyznanie SDR roli „bufora”, amortyzującego potencjalne wstrząsy między głównymi walutami rezerwowymi, wydaje się jednak mało prawdopodobnym rozwiązaniem, dopóki istnieją ograniczenia w wykorzystaniu specjalnych praw ciągnięcia. Poza niewielkim udziałem w światowych rezerwach walutowych (ok. 4%) możliwość globalnego wykorzystania SDR jest ograniczona przez czynniki o charakterze instytucjonalnym i rynkowym (NBP 2010). Eichengreen sugeruje, że dla sprawnego przejścia przez SDR funkcji waluty międzynarodowej konieczne jest stworzenie dla nich płynnego rynku, gdzie rządy państw i prywatne korporacje mogłyby emitować obligacje nominowane w SDR.<sup>17</sup> Zwiększenie roli SDR nastąpiłoby również w przypadku szerszego ich wykorzystania na rynkach prywatnych (np. w fakturowaniu i rozliczaniu handlu). Zaletą posiadania rezerw walutowych jest możliwość ich używania. W obecnych warunkach SDR mogą być stosowane tylko w rozliczeniach między rządami krajów i MFW, a ich posiadanie nie daje możliwości interweniowania na rynkach walutowych. Ponadto, aby SDR zyskały szersze znaczenie na rynku międzynarodowym, również banki musiałyby je zaakceptować jako walutę nominowania depozytów i kredytów.

Zwiększenie roli SDR wymaga jednak determinacji wszystkich uczestników globalnego rynku finansowego, w tym przede wszystkim Stanów Zjednoczonych, których przyzwolenie na rewizję koszyka SDR wydaje się niezbędne. Tymczasem propozycja zastąpienia dolara amerykańskiego przez SDR budzi wiele zastrzeżeń, m.in. takich, że dla Chin byłby to prosty sposób na szybką dywersyfikację posiadanych rezerw walutowych bez ry-

---

<sup>16</sup> NBP, *Euro jako pieniądz międzynarodowy*, BISE, maj 2010.

<sup>17</sup> B. Eichengreen, *The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition*, Foreign Affairs, NY, vol. 88.

zyka strat kapitałowych.<sup>18</sup>

Brak rynku finansowego SDR oraz relatywnie małe zasoby finansowe MFW powodują, że SDR mogą w ograniczonym stopniu pełnić funkcję aktywów rezerwowych.<sup>19</sup> Niemniej jednak pokonanie wymienionych trudności może sprawić, że system oparty na koszyku walut tworzących SDR stanie się stabilizatorem i kotwicą w burzliwych czasach.

Reasumując tę część rozważań, należy podkreślić, że mimo słabości amerykańskiej gospodarki oraz problemów strefy euro system oparty na dominującym dolarze i euro – jako drugiej walucie rezerwowej – ma szansę zachować obecny kształt przynajmniej w krótkim okresie. Wynika to z tzw. inercji charakteryzującej MSW. Powszechnie zastosowanie pieniądza w perspektywie międzynarodowej prowadzi do zmniejszenia kosztów transakcyjnych i większej jego płynności, co ogranicza bodźce do sięgania po inny pieniądz. Czynnikiem sprzyjającym utrwaleniu aktualnego systemu dolarowego są również powracające fale wzrostu awersji do ryzyka. Wywoływane przez takie wydarzenia jak upadek Lehman Brothers czy kryzys zadłużeniowy w strefie euro, skłaniają inwestorów do pozostania przy aktywach o tradycyjnie dużej wiarygodności i płynności, gwarantowanej przez wysoko rozwinięty, innowacyjny i zdywersyfikowany system finansowy Stanów Zjednoczonych. Poza tym brak w MSW alternatywy dla dwóch dominujących walut. Japonia, emitująca trzecią pod względem skali użycia walutę międzynarodową, jest obecnie najbardziej zadłużonym krajem wysoko rozwiniętym i od dwóch dekad zmagają się z niskim tempem wzrostu PKB i deflacją. Podobnie jest w Wielkiej Brytanii, która także została silnie dotknięta przez kryzys. Frank szwajcarski może być przykładem waluty *safe haven*, ale jego słabość, uniemożliwiająca mu odegranie większej roli w MSW, stanowi niewielki rozmiar szwajcarskiej gospodarki, która nie zdołałaby ekonomicznie udźwignąć odpowiedzialności związanej z posiadaniem głównej waluty światowej. Mimo dynamicznego wzrostu znaczenia gospodarki Chin w światowym systemie gospodarczym, niski poziom rozwoju rynku finansowego oraz brak wymiennalności renminbi uniemożliwiają wykreowanie kluczowej waluty MSW w krótkim okresie.

---

<sup>18</sup> I. Mateos y Lago, R. Duttagupta, R. Goyal, op.cit., s. 19.

<sup>19</sup> R. Skarżyński, *Koniec dolara? Nowy pieniądz międzynarodowy*, Polish Open University, Wyższa Szkoła Zarządzania, 2010.

## **Eskalacja napięć w systemie gospodarczym i walutowym**

### **Ograniczona użyteczność nadzwyczajnych działań polityki makroekonomicznej**

Celem tej części opracowania jest zwrócenie uwagi na fakt, że nasilenie od końca września 2010 r. dyskusji na temat tzw. wojny walutowej jest przejawem trwającej od momentu wybuchu kryzysu zmiany podejścia do obowiązujących paradygmatów w zakresie instrumentarium polityki fiskalnej, monetarnej i regulacyjnej. Skala i przebieg załamania gospodarczego przyczyniły się do zmiany spojrzenia na sposób prowadzenia polityki makroekonomicznej ukształtowany w wyniku tzw. *Great Moderation* („Wielkie Uspokojenie” – okres względnej stabilności makroekonomicznej) od połowy lat 80. XX w.

Od późnych lat 70. XX w. dominującym celem polityki makroekonomicznej było utrzymanie stabilnej inflacji gwarantującej jak najmniejszą lukę PKB. Głównymi instrumentami polityki pieniężnej były stopy procentowe i kontrola oczekiwań inflacyjnych. Zakładano, że stabilność cen sprzyja rozwojowi rynków finansowych, a większy i bardziej zintegrowany system finansowy wywiera pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy.<sup>20</sup> Polityka fiskalna miała znaczenie drugorzędne, ze względu na opóźnienia w implementacji jej instrumentów i skutki w sferze realnej. Działania dyskrecyjne podejmowano, by łagodzić głębsze wstrząsy gospodarcze, a działania tzw. automatycznych stabilizatorów miały wygładzać wahania produkcji i konsumpcji w perspektywie cyklu koniunkturalnego. Taka kombinacja polityki makroekonomicznej w czasach „Wielkiego Uspokojenia”, w połączeniu z silnym zakotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych, pozwoliła dość sprawnie łagodzić występujące szoki.<sup>21</sup> W sytuacji braku silnych wstrząsów w światowym systemie gospodarczym cele inflacyjne, ustalone w krajach uprzemysłowionych na poziomie ok. 2% średniego rocznego tempa wzrostu cen, były na ogół realizowane.

Kryzys wykazał jednak, że niska inflacja jest potrzebna, ale niewystarczająca do zapewnienia trwałego wzrostu gospodarczego, co stanowi punkt wyjścia do dyskusji na temat hierarchii celów banków centralnych. Wyraża ona koncentrację na stabilności cen, jako podstawowym celu działalności

---

<sup>20</sup> A. Sławiński, *Wpływ globalnego kryzysu bankowego na bankowość centralną*, „*Ekonomista*” nr 2/2010.

<sup>21</sup> O. Blanchard, G. Dell’Ariccia, P. Mauro, *Rethinking Macroeconomic Policy*, SPN/10/03, luty 2010.

banku centralnego, nie odzwierciedlała bowiem konieczności większej dbałości o stabilność systemów finansowych, przeciwdziałania bańkom spekulacyjnym i inflacji na rynku aktywów.<sup>22</sup> Kryzys pokazał ponadto, że problem właściwego zarządzania stabilnością finansową sprowadza się również do monitorowania ryzyka w systemie finansowym, jego skali oraz lokalizacji. Podstawowe rekomendacje co do niezbędnych usprawnień wskazują na potrzebę wzmocnienia regulacji, zwiększenia ich elastyczności w zależności od fazy cyklu koniunkturalnego oraz bardziej skoordynowanej współpracy transgranicznej między systemami regulacji i nadzoru.<sup>23</sup>

Postępujące w wyniku kryzysu znaczne ograniczenie podaży finansowania oraz pogarszające się nastroje konsumentów i przedsiębiorców przyczyniły się do obniżenia wymiany handlowej, spadku PKB i skokowego wzrostu bezrobocia. W obliczu gwałtownego załamania podaży kapitału banki centralne podjęły działania dla zapewnienia płynności oraz zwiększenia dbałości o rozwój gospodarczy.<sup>24</sup> Dokonano szybkich i głębokich cięć stóp procentowych, zwiększono płynność banków komercyjnych oraz zastosowano strategię ilościowego luzowania polityki pieniężnej – *credit* i *quantitative easing*. Poza tym banki centralne Szwajcarii, Wielkiej Brytanii, USA i Norwegii zadeklarowały i podjęły działania na rzecz osłabienia walut krajowych. Zasięg interwencji był bezprecedensowy zarówno w poszczególnych krajach, jak i w skali całej gospodarki światowej, co wynikało z dużej synchronizacji załamania na rynkach finansowych, a następnie w sferze realnej. Gwałtowność spadku PKB oraz fakt, że nadzwyczajne działania w polityce pieniężnej miały ograniczony skutek, przyczyniły się do przywrócenia i wykorzystania na szeroką skalę narzędzi polityki fiskalnej. Dlatego kryzys uwypuklił potrzebę posiadania „przestrzeni fiskalnej”, którą należy wypracowywać w okresie dobrej koniunktury, przed wystąpieniem szoku. Tymczasem w wielu przypadkach polityka fiskalna była silnie procykliczna i nawet w okresie szybkiego rozwoju gospodarczego kraje odnotowywały wzrost deficytów budżetowych.

Wobec największego od drugiej wojny światowej załamania na rynkach finansowych oraz w sferze realnej globalnej gospodarki, a także ograniczonej skuteczności standardowych i niestandardowych instrumentów polityki makroekonomicznej, wzrosła presja na szersze wykorzystanie narzędzi polityki protekcyjnej. Ich podstawowa rola sprowadzała się do ochrony

---

<sup>22</sup> O. Blanchard, *Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy*, IMF, luty 2009.

<sup>23</sup> A. Sławiński, op.cit.

<sup>24</sup> NBP, *Kryzys finansowy i gospodarczy. Implikacje dla integracji walutowej w Europie*, BISE, lipiec 2009.

gospodarki przed negatywnym działaniem szoków zewnętrznych bądź amortyzowania ich negatywnego wpływu. Oceniając potencjalne scenariusze rozwoju wypadków zapoczątkowanych przed wybuchem kryzysu w 2007 r., często podkreślano, że działania obronne nie powinny osiągnąć rozmiarów tak dużych jak w latach 30. XX w., ze względu na zaawansowany proces liberalizacji handlu i inwestycji, rolę WTO (Światowej Organizacji Handlu) oraz wielość regionalnych porozumień integracyjnych i coraz lepszą koordynację działań w obrębie takich ciał jak G-7 i G-20. Przewidywano sięganie do bardziej miękkich instrumentów polityki ochrony rynku wewnętrznego.

W okresie Wielkiego Kryzysu nastąpiło znaczne podniesienie przeciętnego poziomu ceł, co z jednej strony sprzyjało ochronie krajów przed zaburzeniami zewnętrznymi, a z drugiej stymulowało odbudowę wewnętrznego popytu. Niemniej jednak doświadczenia kryzysu lat 30. wskazują, że krótkookresowa użyteczność tych instrumentów dla poszczególnych państw przyniosła negatywne skutki dla całego systemu światowego handlu. W latach 1929–1933 wolumen handlu światowego zmniejszył się o 25%, a jedna trzecia tego spadku była efektem podwyższonych ograniczeń w handlu międzynarodowym.<sup>25</sup> Mimo postępującego po 1933 r. ożywienia gospodarczego wielkość handlu światowego osiągnęła poziom sprzed kryzysu dopiero pod koniec lat 30.

Według opracowania *Trade and the Crisis: Protect or Recover*<sup>26</sup> tempo liberalizacji światowego handlu wygasło już od połowy pierwszej dekady XXI w., co było m.in. skutkiem narastania globalnej nierównowagi.<sup>27</sup> W następstwie kryzysu zwiększył się zakres działań ochronnych rynków wewnętrznych. Zgodnie z wynikami analizy wykorzystującej dane Global Trade Alert na temat różnych form restrykcji handlowych, wprowadzonych przez kraje w okresie od listopada 2008 r. do listopada 2009, negatywny wpływ 184 wprowadzonych ograniczeń był relatywnie duży w odniesieniu do nielicznych grup produktowych.<sup>28</sup> Ich ogólny wpływ na handel pozostał niewielki – spowodował zmniejszenie handlu światowego o ok. 0,25%.

Niemniej jednak pogłębiające się problemy z pobudzeniem gospodarek i utrzymującym się wysokim bezrobociem mogą prowadzić do eskalacji podobnych działań jak w latach 30. XX w. Zobowiązania wynikające z członkostwa w WTO nadal pozostawiają relatywnie dużą swobodę stosowania

<sup>25</sup> B. Eichengreen, D.A. Irwin, *The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?*, NBER Working Paper no. 15142, lipiec 2009.

<sup>26</sup> R. Gregory, Ch. Henn, B. McDonald, M. Saito, *Trade and the Crisis: Protect or Recover*, IMF SPN/10/07, kwiecień 2010.

<sup>27</sup> M. Bussière, E. Pérez-Barreiro, R. Straub, D. Taglioni, *Protectionist responses to the crisis: global trends and implications*, ECB Occasional Paper Series nr 110, maj 2010.

<sup>28</sup> R. Gregory, Ch. Henn, B. McDonald, M. Saito, op.cit.



praktyk protekcyjnych. W wyniku szybko postępującej przed kryzysem liberalizacji kraje obniżały cła do poziomów znacznie niższych niż uzgodnione na szczeblu WTO, co pozwala je teraz zwiększać. We wspólnym raporcie OECD, WTO i UNCTAD z marca 2010 r. wskazuje się na wzrost zastosowania instrumentów protekcyjnych, ale jednocześnie uspokaja, że ryzyko eskalacji konfliktów handlowych jest niewielkie.

### **Kurs walutowy jako instrument ochrony rynku wewnętrznego?**

Obserwacja światowego systemu gospodarczego i walutowego zarówno przed kryzysem, jak i w jego trakcie pozwala wyróżnić co najmniej trzy źródła narastania napięć w międzynarodowym systemie walutowym.

Po pierwsze, niedowartościowanie renminbi było jedną z przyczyn akumulacji globalnej nierównowagi. Decyzję Chin o usztywnieniu kursu renminbi w lipcu 2008 r. można uznać za pierwszy krok w reakcji na kryzys, zmierzający do wykorzystania kursu jako narzędzia ochrony rynku wewnętrznego. Działanie to zatrzymało powolny proces aprecjacji kursu waluty chińskiej zapoczątkowany w 2005 r. Mimo uelastycznienia renminbi w czerwcu 2010 r. i zezwolenia przez władze chińskie na jego niewielką aprecjację, wielu ekspertów oraz przedstawicieli rządów krajów wysoko rozwiniętych, ale też państw Azji Środkowo-Wschodniej, uważa politykę kursową Chin za główną przyczynę narastania napięć na rynku walutowym. Szacunki dokonywane przez różne ośrodki badawcze wskazują na niedowartościowanie renminbi o ok. 20%.

Po drugie, polityka pieniężna i fiskalna krajów wysoko rozwiniętych, w szczególności USA, sprzyja nadpłynności w systemie finansowym i stymuluje poszukiwanie atrakcyjnych lokat na rynkach wschodzących. Realokacja kapitału z krajów rozwiniętych do rozwijających się odzwierciedla zarówno czynniki strukturalne, przede wszystkim przeniesienie punktu ciężkości rozwoju gospodarczego z krajów rozwiniętych do rozwijających się, jak i cykliczne, wśród których należy wymienić lepsze wyniki ekonomiczne gospodarek wschodzących, wyższe stopy procentowe na rynkach rozwijających się oraz lepsze perspektywy wzrostu. Dane MFW wskazują na konsekwentne zwiększanie się od 2003 r. przepływów kapitału portfelowego do krajów wschodzących, przyciągających inwestycje wyższymi wskaźnikami wzrostu niż w gospodarkach zaawansowanych oraz większą rentownością aktywów.<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> IMF, *Global Financial Stability Report. Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity*, World Economic and Financial Surveys, październik 2010.

Ponadto kraje rozwijające się otrzymywały znacznie lepsze oceny ratingowe niż państwa rozwinięte. Od początku 2008 r. do III kwartału 2010 w gospodarkach uprzemysłowionych odnotowano 25 obniżek ocen ratingowych, podczas gdy oceny wiarygodności rynków wschodzących zostały podwyższone 21 razy.<sup>30</sup>

Po trzecie, przejawem ochrony przed nadmierną aprecjacją waluty krajowej stały się działania interwencyjne w postaci *competitive non-appreciation*. Można wyróżnić dwie grupy państw podejmujących interwencje przeciwdziałające nadmiernej aprecjacji. Pierwszą tworzą kraje rozwinięte, których waluty pełnią rolę tzw. bezpiecznej przystani w niepewnych czasach, drugą zaś gospodarki rozwijające się, które doświadczają napływu kapitału w warunkach globalnej nadpłynności systemu finansowego. W gronie państw uprzemysłowionych obrona przed nadmierną aprecjacją przybrała formę bezpośredniej interwencji w Szwajcarii, której gospodarka jako pierwsza w Europie musiała zmierzyć się z deflacją na początku 2009 r. Podejmowane od marca 2009 r. działania na rzecz osłabienia franka szwajcarskiego wynikają także z jego silnego umocnienia od momentu wystąpienia pierwszych symptomów kryzysu w drugiej połowie 2007 r. Ze względu na dużą płynność rynku oraz tradycję neutralności politycznej Szwajcarii frank szwajcarski uznawany jest za walutę *safe haven*, czyli taką, do której ucieka się w okresach wzmożonej awersji do ryzyka. Przykładem obrony przed presją aprecjacyjną jest również interwencja Banku Japonii z września 2010 r., mająca na celu osłabienie jena wobec dolara amerykańskiego.

### **Działania obronne gospodarek wschodzących**

Presji aprecjacyjnej poddawane są nie tylko waluty *safe haven*, lecz również waluty krajów rozwijających się. Na podstawie badania przeprowadzonego przez Choi i Lee można sądzić, że środki uwolnione w wyniku antykryzysowego luzowania polityki pieniężnej po 2007 r. prawie w całości zostały zaabsorbowane przez gospodarki wschodzące, co przyczyniało się do zwiększenia presji aprecjacyjnej na ich waluty.<sup>31</sup> W obawie przed zwiększoną podażą dolara amerykańskiego niektóre kraje, np. Brazylia i Korea Południowa, wprowadziły (lub rozważają wprowadzenie) ograniczenia w przepływach kapitałowych, by uchronić gospodarki przed napływem kapitału spekulacyjnego. Brazylia, z powodu zwiększonego napływu kapitału,

---

<sup>30</sup> Ibidem.

<sup>31</sup> W.G. Choi, I.H. Lee, *Monetary transmission of global imbalances in Asian countries*, IMF WP10/214, wrzesień 2010.

aprecjacji reala oraz zmniejszającej się konkurencyjności eksportu, zdecydowała w 2009 r. o wprowadzaniu podatku IOF<sup>32</sup> w wysokości 2%<sup>33</sup> na zakup krajowych obligacji oraz akcji przez podmioty zagraniczne. Zamierzeniem brazylijskiego Ministerstwa Finansów było ograniczenie spekulacji na rynku kapitałowym i przeciwdziałanie dalszej aprecjacji reala. Wprowadzone ograniczenie w przepływach kapitałowych z zagranicy odniosło połowiczny skutek, ponieważ real przestał się umacniać wobec dolara, ale nadal umacnia się wobec euro.<sup>34</sup> Nałożenie podatku zmniejszyło przepływy na rynku akcji, nie wpłynęło zaś istotnie na zmniejszenie napływu kapitału na krajowy rynek obligacji. W październiku 2010 r. podatek IOF zwiększono do 4%.<sup>35</sup> Na początku października 2010 r. także Tajlandia wprowadziła dla zagranicznych inwestorów 15-proc. podatek od dochodów kapitałowych z krajowych obligacji. W odpowiedzi na kolejną falę luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną oraz w wyniku listopadowego szczytu G-20 Ministerstwo Finansów Korei Południowej ogłosiło, że przygotowuje się do zastosowania środków mających na celu zmniejszenie zmienności przepływów kapitałowych z zagranicą. Będą to kolejne ograniczenia kapitałowe po wprowadzonych w czerwcu 2010 r. restrykcjach dotyczących bankowych transakcji na walutowym rynku instrumentów pochodnych.<sup>36</sup> Również Chiny rozważają wprowadzenie środków ograniczających napływ kapitału spekulacyjnego.

Przedstawione argumenty wskazują, że zmiana podejścia do instrumentów polityki makroekonomicznej dotyczyła również modelu prowadzenia polityki kursowej. Niezależnie od faktu, że skuteczność płynnych kursów walutowych w absorpcji szoków może być różna,<sup>37</sup> krótkookresowo deprecjacja walut stanowiła w pewnej mierze bufor zabezpieczający kraje przed nadmierną zmiennością eksportu.<sup>38</sup> Analiza skutków kryzysu dla kra-

---

<sup>32</sup> Z portugalskiego: *Imposto sobre Operações Financeiras* – podatek od operacji finansowych.

<sup>33</sup> W Brazylii do października 2008 r. obowiązywał podatek w wysokości 1,5% w przypadku zakupu obligacji przez podmioty zagraniczne, który następnie na krótko zniesiono i ponownie wprowadzono w 2009 r.

<sup>34</sup> IMF, *Global Financial...*, op.cit.

<sup>35</sup> S. Johnson, *Control on currencies 'doomed'*, „Financial Times”, 17.10.2010.

<sup>36</sup> Kamińska (I. Kamińska, *25 interventions in one week band redux*, 13 October 2010) wskazuje, że między sierpniem i październikiem 2010 r. ok. 20 krajów z płynnymi kursami walutowymi zaimplementowało różnego rodzaju działania przeciwdziałające nadmiernej presji aprecjacyjnej.

<sup>37</sup> Płynny kurs walutowy może być również czynnikiem generującym szoki.

<sup>38</sup> Pozytywny, stabilizujący efekt deprecjacji walut dla eksportu nie wyklucza negatywnego wpływu kanału kursowego w krajach o dużej roli zadłużenia zagranicznego w finansowaniu potrzeb pożyczkowych. Wówczas osłabienie walut prowadzi do wzrostu kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego.

jów Europy Środkowej i Wschodniej wskazuje, że płynne kursy mogły przyczynić się do godniejszego przebiegu kryzysu niż w krajach o kursach sztywnych.<sup>39</sup>

Ponadto w następstwie dyskusji na temat korzyści i kosztów swobody przepływów kapitałowych, którą rozpoczęto w obfitujących w kryzysy finansowe latach 90., nastąpiła zmiana retoryki MFW w kwestii wykorzystania mechanizmu kursowego i kontroli przepływu kapitału. W dokumencie MFW podkreśla się, że mimo korzyści wynikających ze swobody przepływu kapitału, płynne kursy walutowe niekiedy długotrwale odchylają się od stanu równowagi, który *de facto* również trudno wyznaczyć.<sup>40</sup> Zatem w uzasadnionych przypadkach wprowadzenie kontroli kapitału bywa pożądane dla przeciwdziałania nadmiernemu umocnieniu waluty bądź zbyt dużej zmienności kursu. Kraje o przewartościowanych walutach i napotykające presję aprecjacyjną mogą podejmować działania zapobiegające dalszemu wzmocnieniu walut w trosce o konkurencyjność. Zdolność i możliwość podjęcia działań ochronnych i interwencyjnych zależą jednak od kilku czynników.

Po pierwsze, zasadność dążenia do utrzymania kursu na danym poziomie wynika niekiedy z faktu, że gospodarka funkcjonuje w granicach potencjału produkcyjnego. Niedopuszczanie do nadmiernej zmienności może potwierdzać właściwy poziom kursu, zbieżny z kursem równowagi, istotnym dla stabilnego rozwoju ekonomicznego.

Po drugie, dążenie do utrzymania kursu na stabilnym poziomie i związane z nim wprowadzanie ograniczeń w przepływie kapitału wiążą się na ogół z koniecznością akumulacji rezerw dewizowych. W przypadku znacznego i długotrwałego napływu kapitału usunięcie z rynku międzybankowego dodatkowego pieniądza, wprowadzonego w następstwie interwencji, może wymagać wyższych stóp procentowych banku centralnego.

Po trzecie, istotna jest swoboda manewru polityki pieniężnej i fiskalnej. Osłabienie bodźców sprzyjających napływowi kapitału może wymagać obniżenia stóp procentowych banku centralnego bądź zmniejszenia skali zadłużenia budżetu.<sup>41</sup> Obniżka ceny pieniądza musi być jednak rozpatrywana w kontekście presji inflacyjnej. Ze względów politycznych natomiast często

---

<sup>39</sup> EBC, *The Impact of the Financial Crisis on the Central and Eastern European Countries*, „Monthly Bulletin”, maj 2010.

<sup>40</sup> J.D. Ostry, A.R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M.S. Qureshi, D.B.S. Reinhart, *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF SPN/10/04, luty 2010.

<sup>41</sup> Paradoksalnie jednak zmniejszenie skali zapotrzebowania na finansowanie ze strony rządu, jako instrument osłabienia napływu kapitału, może nie zadziałać zgodnie z zamierzeniami. Konsolidacja budżetu, wzmacniająca wiarygodność polityki makroekonomicznej, niejednokrotnie bowiem prowadzi do uruchomienia kolejnych fal napływu kapitału.

łatwiej wprowadzić ograniczenia w swobodnym przepływie kapitału niż zredukować deficyt.

Po czwarte, niezbędna jest kompleksowość i komplementarność działań. Zamiast pojęcia *capital control* MFW proponuje pojęcie *capital flow management*, jako uzasadnioną formę interwencji. Wskazuje się przy tym, że zarządzanie przepływem kapitału nie może być jedynym instrumentem i powinna mu towarzyszyć odpowiednia polityka fiskalna i pieniężna.

## Zakończenie i wnioski

Analiza wybranych aspektów przemian w międzynarodowym systemie walutowym pozwala na sformułowanie następujących wniosków.

**Po pierwsze, oparcie MSW na walucie jednego kraju, obecnie Stanów Zjednoczonych, powoduje nadmierne uzależnienie całego systemu od kondycji gospodarczej jednego państwa. Tym niemniej w krótkim okresie nie istnieje alternatywne rozwiązanie dla systemu z dominacją dolara i dużą rolą euro.**

Dolar utrzymuje swoją dominującą pozycję na skutek historycznie kluczowej roli w systemie Bretton Woods, której nie stracił mimo upadku systemu dolarowo-złotego na początku lat 70. Jego status jako pieniądza międzynarodowego przyczynił się również do pogłębienia globalnej nierównowagi, konstytuując tzw. Bretton Woods II, w którym kraje azjatyckie –naucone doświadczeniami kryzysów z końca lat 90. – rozpoczęły proces akumulacji rezerw dolarowych przez proeksportowy model rozwoju gospodarczego.

Utworzenie wspólnej europejskiej waluty odegrało dużą rolę w zmianie kształtu MSW, pozwalając na uruchomienie procesów prowadzących do powstania systemu dwuwalutowego. Niemniej jednak EBC wyraźnie podkreśla swoje neutralne stanowisko, wskazując brak zainteresowania wzrostem roli euro w funkcjach waluty międzynarodowej. Ponadto kryzys finansowy i gospodarczy ujawnił słabości ekonomiczne i instytucjonalne funkcjonowania obszaru wspólnej waluty, co krótkookresowo nie sprzyja zwiększeniu znaczenia euro jako waluty globalnej.

W następstwie zarysowanych problemów pojawiają się koncepcje przebudowy struktury MSW. Ich realizacja napotyka jednak wiele przeszkód, m.in. wymaga politycznej współpracy wielu państw, zdobycia zaufania rynków finansowych. Jedną z propozycji jest pomysł oparcia MSW na parze euro – dolar, czyli osi obecnego systemu walutowego. Rozwiązanie wydaje się zasadne ze względu na to, że gospodarki strefy euro i amerykańska stanowią ok. 35% światowej gospodarki. Jednocześnie oparty na parze euro –

dolar system dwuwalutowy pozwoliłby na wyeliminowanie zakłóceń wynikających z wahań kursów tych walut wobec siebie. Takie rozwiązanie stanowi jednak kontynuację dotychczasowej polityki międzynarodowych instytucji finansowych, które przyznawały największą rolę rozwiniętym gospodarkom zachodnim, nie uwzględniając rosnącego znaczenia gospodarek wschodzących.

Naprzeciw zmieniającym się uwarunkowaniom globalnej gospodarki, której punkt ciężkości powoli przesuwa się w kierunku państw rozwijających się, wychodzą propozycje stworzenia systemu wielowalutowego oraz zwiększenia roli SDR. Obie te koncepcje są jednak trudne do zrealizowania z uwagi na konieczność bliskiej współpracy politycznej i ekonomicznej wielu państw, a także, zwłaszcza w przypadku systemu wielowalutowego, potrzebę powołania instytucji międzynarodowej sprawującej kontrolę nad MSW. Obecnie brak instytucji dysponującej mandatem do zarządzania międzynarodowym systemem walutowym, tak jak ma to miejsce w przypadku WTO, sprawującej pieczę nad handlem w skali globalnej. Z drugiej strony taki stan rzeczy wydaje się uzasadniony w sytuacji, gdy międzynarodowy system walutowy zdominowany jest przez jedną walutę. Pojawiają się jednak pewne oznaki zmian w MSW, czego przykładem są szczyty ministrów finansów i prezesów banków centralnych państw G-20 w Gyeongju i głów państw w Seulu w 2010 r. Ich ustalenia odzwierciedlają gotowość państw zachodnich do uznania rosnącej roli gospodarek rozwijających się.

**Po drugie, mimo krótkookresowego braku alternatywy dla dolara w roli głównej waluty międzynarodowej pozycję w globalnej gospodarce na rzecz państw wschodzących, zwłaszcza Chin.**

Do głównych powodów wzrostu znaczenia krajów rozwijających się należy fakt, że mimo relatywnie niskiego poziomu wyjściowego, szybko doganiają państwa bogatsze. W ostatnich latach globalizacja i rozwój gospodarczy świata były możliwe m.in. dzięki włączeniu w międzynarodowe przepływy kapitałowe, handlowe i inwestycyjne krajów rozwijających się. Państwa te w pewnym momencie przekroczą masę krytyczną akumulacji kapitału i wiedzy pozwalającą im na endogeniczny wzrost oderwany od bodźców pochodzących z krajów bogatych. Pokryzysowe dostosowania mogą przybierać formę przejściowego wyhamowania globalizacji na rzecz wzmocnienia współpracy regionalnej, która jest często podejmowana przez państwa wschodzące. Przykładem mogą tu być Chiny, których rola w organizacjach zdominowanych przez gospodarki rozwiniętego Zachodu jest nadal ograniczona, podczas gdy w wymiarze regionalnym strefa ich gospodarczych wpływów nieustannie się poszerza. Największe znaczenie z tego punktu widzenia mają ekspansja eksportowa oraz inwestycje zagraniczne.

Najściślejsza współpraca ma charakter regionalny w ramach ASEAN+3 i dotyczy spraw gospodarczych, finansowych oraz pieniężnych.

Z drugiej strony wzrostowi roli państw wschodzących sprzyja fakt, że kraje rozwinięte zostały bardzo silnie dotknięte przez kryzys. Obecnie wszystkie gospodarki odpowiadające za emisję kluczowych walut globalnych walczą ze skutkami kryzysu. Stany Zjednoczone oraz Japonia są silnie zadłużone. Również wiele państw strefy euro jest zagrożonych niewypłacalnością, co wpływa na pewną degradację euro w oczach inwestorów. Kraje rozwinięte będą zmuszone poświęcić najbliższe lata na odbudowywanie gospodarek oraz reformy strukturalne w celu niedopuszczenia do ponownej recesji. Natomiast państwa wschodzące, takie jak Chiny i pozostali członkowie grupy BRIC (Brazylia, Rosja, Indie i Chiny), będą w tym czasie walczyć o zwiększenie swojej roli w światowym systemie gospodarczym.

**Po trzecie, kryzys zmusił wiele krajów do ochrony swoich rynków za pomocą różnorodnych instrumentów polityki makroekonomicznej, w tym kursu walutowego.**

Pokryzysowe problemy z odbudową wzrostu gospodarek rozwiniętych doprowadziły do odświeżenia pojęcia wojen kursowych. Analiza czynników wpływających na eskalację napięć w MSW pozwala na dokonanie ich podziału na „wojny sprawiedliwe”, prowadzone przez kraje w celu ochrony ich wewnętrznego rynku i utrzymania stabilności gospodarczej, oraz „wojny niesprawiedliwe”, w których państwo za pomocą dumpingu kursowego stara się poprawić swoją konkurencyjność kosztem partnerów handlowych. W obliczu kryzysu pierwsze z wymienionych działań są niekiedy jedyną formą obrony rynku krajowego w warunkach nieskuteczności tradycyjnie stosowanych metod polityki makroekonomicznej.

Zmiana podejścia do użyteczności kursu walutowego jest przejawem szerszej tendencji w zakresie przeformułowania celów i instrumentów polityki makroekonomicznej. W następstwie kryzysu coraz częściej zwraca się uwagę na potrzebę monitorowania skali ryzyka na rynkach finansowych oraz przeciwdziałania powstawaniu baniek na rynkach aktywów rzeczowych i finansowych. Przed wybuchem kryzysu, zgodnie z obowiązującym spojrzeniem na kwestię stabilności makroekonomicznej, mała zmienność poziomu cen była gwarantem zrównoważonego rozwoju gospodarki. Jednak głęboka recesja, która dotknęła gospodarkę w skali globalnej, doprowadziła do przewartościowania powszechnie uznawanych poglądów.

## **Abstract**

### **Changes in the international monetary system**

The article focuses on two important issues related to changes in the international monetary system. The first one concerns the architecture of monetary system during the post-crisis adjustment. We consider the weaknesses of a two-currency system based on dominant role of USD and the euro as the second international money. We try to find arguments in favour of developing such a system to multipolar one. In the second part we refer to the “currency war” developments as an example of changing attitude to using macroeconomic instruments. We argue that the use of an exchange rate as a policy instrument may increase over time in case of difficulties in recovery of the industrial economies and excessive capital flows to developing countries.