

Janusz Bilski*

PERSPEKTYWY BIPOLARNEGO SYSTEMU WALUTOWEGO

Funkcjonowanie międzynarodowego systemu walutowego zakłócanie jest co kilka miesięcy silniejszymi lub słabszymi kryzysami walutowymi. Cechą charakterystyczną tych zaburzeń jest aktywny w nich udział dolara amerykańskiego. Konsekwencje okresowych kryzysów walutowych są odczuwalne przede wszystkim na europejskich rynkach dewizowych. Tak np. kryzys dolara jesienią 1992 r. doprowadził do poważnych zaburzeń w Europejskim Systemie Walutowym (ESW), wymuszając korekty kursowe wewnątrz systemu.

Powtarzający się co pewien okres scenariusz wydarzeń na rynkach walutowych spowodowany jest następującymi czynnikami:

- specjalną rolę dolara w systemie;
- brakiem w ESW mechanizmów absorpcji „zewnętrznych szoków walutowych”;
- brakiem mechanizmów współpracy walutowej między USA a EWG.

Celem artykułu jest analiza specjalnej pozycji dolara w systemie walutowym i ocena perspektyw wykształcenia się w przyszłości bipolarnego systemu walutowego, opartego na dolarze i wspólnej walucie EWG.

1. SENIORAT WALUTOWY USA

W literaturze ekonomicznej uprzywilejowana pozycja dolara jest nazwana senioratem walutowym (*seigniorage*). E. Drabowski¹ interpretuje *seigniorage* jako zysk z emisji pieniądza wykorzystywanego w płatnościach międzynarodowych. Zysk ten określa różnica między kosztami emisji a wysokością

* Prof. dr hab., Katedra Handlu i Finansów Międzynarodowych UŁ.

¹ E. Drabowski, *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne i finansowe*, wyd. 2, Warszawa 1986, s. 233.

dochodów, za które nabywa się towary i usługi. Seniorat walutowy umożliwia również finansowanie deficytów bilansu płatniczego.

J. Walmsley² szerzej interpretuje zakres pojęciowy terminu *seigniorage*. Twierdzi, że seniorat walutowy zapewnia kontrolę nad stopami procentowymi i warunkami rynku finansowego, co jest w pewnym stopniu równoznaczne z dyktowaniem międzynarodowym rynkom kapitałowym ceny pieniądza rezerwowego. Autor akcentuje również możliwość emitowania, przez kraj o walucie senioralnej, nie oprocentowanego zadłużenia.

Można wyodrębnić dwie grupy przyczyn, które doprowadziły do tak wyraźnej dominacji USA w finansach międzynarodowych. Są to:

- 1) organizacja zasad światowego systemu walutowego, dająca dolarowi uprzywilejowaną pozycję;
- 2) działanie sił rynkowych jako konsekwencja pozycji gospodarki i waluty kraju senioralnego w międzynarodowych stosunkach ekonomicznych.

System kursów walutowych od początku lat siedemdziesiątych oparty był na dolarze. Nominalnie miernikiem wartości systemu kursów były na równi złoto i dolar. Oznaczało to, że kraje mogły denominować swoje kursy, ustalać parytet walut albo w dolarze, albo w złocie. W praktyce wszystkie kraje wybierały walutę amerykańską z tego względu, gdyż wiąże się to z obowiązkiem utrzymywania marż wahań kursów walutowych do złota, tzn. zakupów i sprzedaży złota na rynku. Zatem od samego początku wiadomym było, że z dwóch możliwości praktycznie stosowana będzie tylko jedna³. Oznaczało to, że wartości parytetowe były ustalane w dolarze. Wahania kursów w ramach dozwolonych marż obowiązywały wszystkie waluty z wyjątkiem dolara, co więcej mechanizm wykluczał nawet możliwość interwencji Systemu Rezerwy Federalnej na rynkach dewizowych. USA musiały prowadzić pasywną politykę walutową, tzn. powstrzymywać się od korygowania kursu swej waluty w stosunku do pozostałych. Ten stan rzeczy zdecydowanie negatywnie wpłynął na sytuację amerykańskiego bilansu płatniczego.

Wprowadzenie zmiennych kursów walutowych po 1973 r. niewiele zmieniło w polityce walutowej USA. Do początku lat osiemdziesiątych System Rezerwy Federalnej prowadził politykę „pobłażliwego lekceważenia” kursu dolara. W USA upowszechniło się przekonanie, że wartość zewnętrzna i wewnętrzna dolara to dwie zupełnie odmienne kategorie. Nastąpiło zjawisko deterioryzacji wartości dolara⁴. Dopiero ostatnie lata (za sprawą ESW, o czym będzie mowa w dalszej części artykułu), skłoniły władze USA

² J. Walmsley, *MacMillan Dictionary of International Finance*, London 1985, s. 179.

³ R. McKinnon, *Money in International Exchange. The Convertible Currency System*, Oxford 1979, s. 249.

⁴ J. Frenkel, *Turbulence in the Foreign Exchange Markets and Macroeconomic Policies*, [w:] *Exchange Rate and Trade Instability*, ed. D. Bigman, Cambridge (Massachusetts) 1983, s. 3.

do ograniczonej współpracy w dziedzinie koordynacji wahań kursu dolara z głównymi partnerami walutowymi. Wiele lat jednak minie zanim nastąpi zmiana podejścia władz monetarnych Stanów Zjednoczonych do kwestii kursowych. W dalszym ciągu większość decydentów jest zdania, że punktem odniesienia, „metrem” współczesnego systemu jest w dalszym ciągu dolar, a inne waluty powinny dostosowywać wahania swych kursów do waluty dominującej. W praktyce ma to jeszcze bardzo często miejsce.

Zgodnie z postanowieniami układu w Bretton Woods, wszystkie waluty mają równe prawa w systemie. Stwierdzenie to było i jest oczywistą fikcją, gdyż pozycja dolara amerykańskiego stawia go niejako ponad regulacjami układu. Widać to wyraźnie na przykładzie mechanizmu wyrównawczego. Działanie samego mechanizmu, jego asymetria (słabo działa w wypadku krajów nadwyżkowych), było wielokrotnie krytykowane w literaturze. Tu stwierdzić należy, że mechanizm ten praktycznie nie działa w odniesieniu do gospodarki amerykańskiej. Władze USA są jedynym krajem, który może finansować deficyty bilansu płatniczego emisją własnej waluty. Jest to amerykański „zysk menniczny” związany z dominującą pozycją dolara w systemie. Nierównowagi zewnętrzne nie wywołują w średnich, a nawet i w długich okresach zmian adaptacyjnych w gospodarce Stanów Zjednoczonych. Deficyty są finansowane własną walutą, nadwyżki bilansowe są zwyczajowo kompensowane eksportem kapitałów związanych z działalnością gospodarczą i interwencjami politycznymi. Tak więc stan bilansu płatniczego może nie oddziaływać bezpośrednio na poziom rezerw i nie wymuszać procesów wyrównawczych. Sytuacja taka izoluje niejako gospodarkę amerykańską od zewnętrznych zmian wartości dolara, eksterioryzuje jego wartość. Nie ma bezpośrednich oddziaływań zewnętrznej pozycji dolara na sytuację gospodarczą, jak w wypadku innych państw. Wpływ ten może być jedynie pośredni poprzez zmiany konkurencyjności (*terms of trade*) amerykańskiego handlu zagranicznego i ewentualnie zmiany kierunków przepływów kapitałów. Zatem jedynie Stany Zjednoczone są krajem, który może prowadzić autonomiczną politykę pieniężno-kredytową, nie uwzględniającą zewnętrznej sytuacji kraju.

Rola USA w gospodarce światowej i dolara w międzynarodowym systemie walut doprowadziły do zmonopolizowania przez walutę amerykańską funkcji aktywu rezerwowego, składnika płynności międzynarodowej. Nie omawiając szerzej tego problemu wystarczy poprzestać na stwierdzeniu, że ok. 3/4 światowych rezerw walutowych i płynności międzynarodowej tworzą dolary. Tak więc funkcjonowanie tych elementów zależy bezpośrednio od pozycji dolara na rynkach międzynarodowych oraz polityki monetarnej USA.

Przedstawiona krótka charakterystyka elementów systemu walutowego Zachodu obrazuje specjalną rolę dolara w kształtowaniu międzynarodowych stosunków finansowych i konsekwencje tego dla gospodarki USA i państw

uczestniczących w systemie. Nasuwa się w związku z tym pytanie, jak kraje uczestniczące w konferencji w Bretton Woods w 1944 r. mogły zaakceptować tak asymetryczny, gdy idzie o prawa, porządek walutowy. Pomijając w tym miejscu argumenty ekonomiczne, jakich dostarczały konkurujące ze sobą – amerykański plan White'a i brytyjski plan Keynesa – odpowiedź można sformułować w postaci pytania.

Dlaczego kraj, który w końcu lat czterdziestych dysponował 70% światowych rezerw złota monetarnej i 50% światowych rezerw dewizowych, którego udział w światowym dochodzie narodowym brutto osiągnął poziom 40%, który odbierał 20% światowego importu i dostarczał 25% eksportu, nie miał urządzić światowego systemu walutowego z punktu widzenia własnych interesów?

Absurdem było oczekiwać zgody USA na taką organizację powojennego porządku walutowego, która nie gwarantowałaby temu państwu dominacji w finansach międzynarodowych. Naiwnością byłoby również oczekiwać aprobaty władz USA na organizację systemu, który podporządkowany byłby (jak zakładał to Keynes) instytucji ponadnarodowej, ograniczającej autonomię amerykańskich władz monetarnych⁵.

Tak powstał w 1944 r. międzynarodowy system walutowy, który odzwierciedlał istniejący w tym okresie układ sił w gospodarce światowej.

Konstatacja ta nie zmienia faktu, że system z Bretton Woods miał asymetryczny charakter i co ważne, a zarazem sprzeczne z założeniami, nie miał charakteru wielostronnego, lecz bilateralny. Od chwili powstania do początku lat osiemdziesiątych funkcjonowanie systemu oparte było na bilateralnych relacjach między walutami narodowymi a dolarem. Kształtowanie się kursów wzajemnych walut „niedolarowych” miało drugorzędne znaczenie i zawsze w dużym stopniu było pochodną poziomu kursu dolara do tych walut. Ten bilateralizm systemów kursów walutowych ułatwiał utrzymanie przez USA stanu dominacji swej waluty, rodził współzależności, które z reguły są jednokierunkowe.

Kryzys systemu z Bretton Woods i wyraźne osłabienie pozycji dolara oznaczały koniec standardu dolarowego w gospodarce światowej. Nie oznacza to oczywiście, że z dnia na dzień dolar przestał pełnić funkcję waluty dominującej w systemie. Waluta amerykańska w dalszym ciągu, lepiej

⁵ W literaturze ekonomicznej najczęściej przeciwstawia się amerykańskiemu planowi White'a plan Keynesa, który ma o wiele lepszą reputację wśród ekonomistów. Oceniając te plany zapomina się jednak, że projekt Keynesa nie reprezentował interesów „postępowej reszty świata”, lecz przede wszystkim interesy Wielkiej Brytanii. Był próbą przywrócenia jej hegemonii w finansach międzynarodowych. W planie Keynesa Wielka Brytania wraz z podporządkowaną jej strefą szterlingową miała dysponować w centralnej instytucji systemu, uni clearingowej 30% głosów, podczas gdy USA tylko 12%. Biorąc pod uwagę rolę unii w sterowaniu projektowanym systemem Wielka Brytania poprzez organizację porządku walutowego zapewniłaby sobie hegemonię w systemie, na co USA nie mogły i nie chciały się zgodzić.

lub gorzej, pełni większość funkcji monetarnych i nie należy oczekiwać w najbliższym czasie radykalnej zmiany istniejącej sytuacji. Nasuwa się tu porównanie z sytuacją po II wojnie światowej, gdy funt nie pełnił już funkcji waluty światowej, lecz dominował jako waluta rezerwowa i fakturowania handlu. Podobnie, jak sędzę, pojawienie się na europejskim rynku kapitałowym waluty, która skutecznie zacznie konkurować z dolarem, nie oznacza pozbawienia waluty USA niektórych funkcji monetarnych.

Wydaje się, że obecny kierunek ewolucji światowego systemu walutowego nie zmierza do wyrugowania dolara z systemu, lecz polega na tworzeniu bardziej symetrycznego porządku walutowego z silną walutą o partnerskiej pozycji wobec dolara. Proces ten już się rozpoczął. Kraje EWG intensyfikując integrację monetarną rozpoczęły działania na rzecz stworzenia autonomicznego obszaru walutowego.

2. INTEGRACJA WALUTOWA EWG

W procesie integracji walutowej EWG można wyodrębnić dwa etapy charakteryzujące się odmiennymi cechami i różnym podejściem co do roli dolara w konstruowanej strefie walutowej. Pierwszy, to okres realizacji tzw. planu Wernera, drugi to funkcjonujący obecnie ESW.

2.1. „Wąż walutowy” i sfera zależności marki RFN

W 1972 r. powstał w ramach realizacji unii walutowej tzw. „wąż walutowy”. Był to mechanizm kursowy, który miał na obszarze Wspólnoty rozwiązywać niektóre problemy światowego systemu walutowego. Sprawa dotyczyła przede wszystkim kursów walutowych. Wobec chaosu w systemie z Bretton Woods, kraje EWG postanowiły stworzyć mechanizm stabilizacji własnych kursów walutowych. Najpoważniejszą wadą systemową „węża walutowego” było oparcie tej konstrukcji na dolarze USA. Integracja walutowa lat siedemdziesiątych nie stworzyła waluty, która mogłaby substytuować monetarne funkcje dolara. Powstała co prawda w 1974 r. EUA, lecz była to tylko jednostka rozliczeniowa, która nie aspirowała do przejmowania roli waluty międzynarodowej.

O tym, że rynek kapitałowy potrzebował europejskiej alternatywy walutowej wobec dolara, świadczy fakt promowania od połowy lat siedemdziesiątych marki RFN jako waluty międzynarodowej. Zaczęła wykształcać się europejska strefa dominacji marki.

W tym czasie wzrasta rola marki jako waluty fakturowania handlu, interwencyjnej, poszerza się również rynek dewizowy. Powstała oś dolaro-

wo-markowa, która praktycznie determinowała warunki funkcjonowania europejskiego rynku kapitałowego.

Proces integracji walutowej nabrał zdegenerowanego charakteru, przekształcając współpracę monetarną w tworzenie obszaru dominacji. Dla państw EWG sytuacja była szczególnie kłopotliwa, gdyż ich walutowe więzi z RFN były konsekwencją znacznego zaawansowania procesów integracji gospodarczej, a uzależnienie od dolara wynikało z jego roli w finansach międzynarodowych. Tak więc powstało podwójne uzależnienie monetarne państw Wspólnoty, efektem czego było ograniczenie ich autonomii monetarnej i osłabienie pozycji ich walut na rynkach kapitałowych.

Utrzymanie w dłuższym okresie takiej sytuacji było zdecydowanie niekorzystne zarówno dla państw Wspólnoty (z wyjątkiem RFN), jak i dla stabilizacji systemu walutowego jako całości. Marka zachodnioniemiecka, co by nie powiedzieć o wzroście jej roli na rynkach kapitałowych, nie mogła być równorzędnym partnerem dla dolara. Mogła co najwyżej stać się regionalnym substytutem dolara w dużym stopniu uzależnionym od waluty senioralnej. Wahania kursu marki, o czym świadczą wydarzenia na rynkach dewizowych, w decydującym stopniu są refleksem wahań kursu waluty Stanów Zjednoczonych.

2.2. Europejski System Walutowy

W odróżnieniu od integracji walutowej lat siedemdziesiątych twórcy nowego systemu stwierdzili *explicitie*, że ESW powstał jako rezultat defensywnej reakcji państw EWG na zaburzające oddziaływanie wahań kursu dolara. Określono wyraźnie cel ESW w odniesieniu do waluty senioralnej; system ma za zadanie ograniczać monetarne funkcje dolara na obszarze Europy. W tym celu utworzono nową jednostkę monetarną, która stać się ma europejską walutą międzynarodową. Podczas gdy w wypadku „węza walutowego” można było mieć wątpliwości, czy EWG tworzy autonomiczny obszar walutowy, czy jedynie wybiera, w odróżnieniu od reszty państw Zachodu, system kursów stałych, tak w przypadku ESW tych wątpliwości mieć już nie można. Wspólnota tworzy autonomiczny obszar walutowy ze wspólnym pieniądzem międzynarodowym. Innej zresztą możliwości nie było. Alternatywą był hierarchiczny system walutowy z marką jako liderem strefy albo dezintegracja państw EWG z płynnymi kursami wewnątrz ugrupowania. W wypadku państw nie należących do ugrupowań integracyjnych, jak np. Japonia, można, stosując politykę mix, przeciwdziałać destabilizacyjnym wpływom amerykańskiej polityki monetarnej. Kraje zintegrowane gospodarczo mają ograniczoną możliwość stosowania autonomicznych polityk kompensacyjnych, gdyż działania ich mogą mieć charakter dezintegracyjny.

Kraje ESW muszą uruchomić wspólny mechanizm absorbcyjny dla zewnętrznych szoków walutowych. Takim mechanizmem może być tylko europejski pieniądź międzynarodowy. ECU tych cech jeszcze nie posiada. Warunkiem wykreowania ECU jako pełnoprawnej waluty międzynarodowej, równoprawnego partnera dla dolara jest:

- 1) zintegrowanie obiegu oficjalnego i prywatnego ECU;
- 2) wyłączenie dolara z kalkulacji kursów ECU do walut narodowych;
- 3) stopniowe przechodzenie do „wynikowego” charakteru ECU jako waluty do nadania jej cech samoistnego pieniądza.

Obecne kształtowanie się kursu ECU (oficjalnego i prawie w 100% prywatnego) ma charakter wynikowy. Jest to średnia ważona wahań kursów walut narodowych. Tak kalkulowane kursy ECU nie dają jej możliwości absorbowania wahań kursu dolara. Sytuacja może ulec zmianie z chwilą, gdy Europejski Fundusz Współpracy Walutowej podjąłby aktywną politykę kursową wobec ECU na rynku kasowym i terminowym. Jest to jedyna możliwość skoordynowanej kontroli nad kształtowaniem się kursu dolara na europejskim rynku dewizowym. Interwencje w ECU na rynkach walutowych w stosunku do dolara oznaczają absorpcję wahań kursu waluty USA na szczeblu ponadnarodowym, co stabilizowałoby lokalne rynki walutowe. Nastąpiłoby tu odwrócenie relacji wynikowych kalkulowania kursów walutowych. Nie obliczano by kursu ECU do walut EWG przez dolara, lecz kurs walut Wspólnoty do dolara przez ECU. Osłabiłoby to wrażliwość walut narodowych na wahania kursu waluty amerykańskiej. Jest to jedyna możliwość uruchomienia mechanizmów kompensujących wahania kursu dolara. Propozycje koordynacji polityk kursowych państw Wspólnoty w stosunku do waluty amerykańskiej nie mogą dać oczekiwanych efektów, gdyż praktycznie niemożliwe jest wypracowanie obligatoryjnej procedury koordynacyjnej z sankcjami wobec państw jej nie przestrzegających.

Powtórzyć tu trzeba z całą siłą, że wykształcenie aktywnego (obecnie pasywny) rynku dewizowego ECU jest jedyną metodą uruchomienia mechanizmów preferencyjno-ochronnych wobec walut trzecich. Jak uczy doświadczenie, wszelkie inne próby, jak mechanizm kursowy, ale bez wspólnej waluty, czy też koordynacja polityk walutowych wobec dolara, są iluzorycznymi metodami osiągnięcia autonomii walutowej krajów Wspólnoty. Tylko silna europejska waluta gwarantuje uniezależnienie rynków kapitałowych od destabilizujących wpływów waluty USA. Ogranicza ona również możliwość powstania hierarchicznego systemu walutowego opartego na marce RFN.

Jest jeszcze jeden powód, dla którego sprawa umocnienia ECU jako waluty międzynarodowej powinna być traktowana przez kraje Wspólnoty jako priorytetowa. Tym powodem jest realizacja planowanego na 1992 r. wspólnego rynku. Warunkiem jego uruchomienia jest pełna liberalizacja

obrotów kapitałowych na obszarze Wspólnoty. Najlepszą gwarancją swobodnego transferu kapitałów jest stabilizacja strefy walutowej EWG, co uzależnione jest od stworzenia mechanizmów absorbujących zewnętrzne szoki monetarne.

3. KIERUNKI EWOLUCJI MIĘDZYNARODOWEGO SYSTEMU WALUTOWEGO

W artykule wielokrotnie wskazywano na istniejące związki między integracją walutową EWG a rolą dolara w systemie walutowym.

Z punktu widzenia USA sukces ECU jest w długim okresie poważnym zagrożeniem dla amerykańskiego senioratu walutowego, co jest tożsame z ograniczeniem korzyści wynikających z tego tytułu. W krótkim i średnim okresie aktywny rynek dewizowy ECU oznaczać będzie kontrolę władz EWG nad kształtowaniem się kursu dolara; w krótkim okresie powodzenie ESW oznacza podważenie prymatu USA w międzynarodowym systemie walutowym. Możliwości oddziaływania Stanów Zjednoczonych na organizację systemu walutowego Europy są jednak ograniczone; jest to proces, który dokonuje się poza kontrolą administracji amerykańskiej.

Rozwój sytuacji w EWG sprawił, że w ostatnich latach Stany Zjednoczone wykazują większą skłonność do koordynacji swej polityki walutowej z głównymi partnerami. Szczególnie owocny był rok 1987, gdy w lutym zawarto w Luwrze porozumienie o kooperacji w dziedzinie kształtowania się kursów między głównymi walutami Zachodu, co zapewnić miało stabilizację rynków dewizowych. Układ z Luwru został potwierdzony na konferencji Grupy Siedmiu w Waszyngtonie 9 kwietnia 1987 r. i na spotkaniu w Wenecji 8 czerwca 1987 r. Załamanie finansowe z jesieni 1987 r. zintensyfikowało współpracę głównych państw kapitalistycznych. 23 grudnia 1987 r. sygnatariusze układu z Luwru zawarli porozumienie w sprawie ustanowienia poufnych klauzul walutowych, których funkcjonowanie przypominać może sformalizowany system płynnych kursów sterowanych (*managed floating*).

Z punktu widzenia analizowanych w artykule problemów, należy rozważyć, czy układ z Luwru – kooperacyjne podejście do problemu systemu walutowego – jest rozwiązaniem konkurencyjnym dla integracji walutowej EWG i czy może być traktowany jako próba wypracowania nowego modelu międzynarodowych stosunków walutowych.

Odpowiedź na obydwie pytania jest przecząca. Uroczyste deklaracje na temat współpracy walutowej USA i głównych państw Zachodu znane są już od dawna. Efekty tej współpracy są jednak bardzo ograniczone⁶. Sprowadzają się one do uzgadniania stanowisk najbogatszych państw

⁶ G. Haberler, *The International Monetary System. Recent Developments in History Perspective*, „Aussenwirtschaft” 1987, H. 4, 12, s. 373.

kapitalistycznych w okresach kryzysowych. Nie jest to przebudowywanie struktury międzynarodowych stosunków finansowych. Wydaje się, że nie można by nawet tego oczekiwać po układzie z Luwru. System oparty na tym porozumieniu nie tworzy automatycznych mechanizmów współpracy z sankcjami dla jej uczestników. Uzależniony jest od dobrej woli i sytuacji ekonomicznej państw należących do porozumienia.

Dla USA kooperacyjny charakter walutowego *status quo* jest szansą utrzymania dominującej roli w finansach międzynarodowych. Żaden projekt reformowania systemu walutowego nie przewiduje przecież pozostawienia Stanom Zjednoczonym senioratu walutowego. USA same muszą obronić kluczową pozycję swojej waluty, co zdaniem R. Mundella⁷ jest realne. Przestrzega on przed niedocenianiem dolara jako waluty światowej. Jej pozycja jest nadal bardzo silna. Należy zgodzić się z twierdzeniem R. Mundella, co nie oznacza, że ESW i ECU nie mają szans powodzenia. EWG nie tworzy autarkicznego systemu walutowego w pełni uniezależnionego od świata zewnętrznego. Substytucja dolara przez ECU w funkcjach monetarnych na obszarze Europy będzie dokonywała się stopniowo, w określonych dziedzinach i w ograniczonym zakresie. Całkowite wyeliminowanie dolara z finansów Wspólnoty i europejskich rynków kapitałowych nie jest ani możliwe, ani celowe.

Prawdopodobne jest natomiast stworzenie bipolarnego systemu walutowego z dużym zakresem wzajemnego nakładania się na siebie stref walutowych. Oznacza to likwidację obecnej asymetrii w międzynarodowych stosunkach walutowych na rzecz budowania systemu bardziej współzależnego. Osiami tego systemu byłby dolar i ECU. Bipolarny porządek walutowy byłby rozwiązaniem w pełni rynkowym, łatwym do zaakceptowania przez podmioty rynków kapitałowych, gdyż pokrywa się to z ich wymaganiami co do polityki portfolio i ograniczania ryzyka związanego z operacjami kapitałowymi.

W dyskusji na temat przyszłości międzynarodowego systemu walutowego niektórzy autorzy zwracają uwagę na niebezpieczeństwa związane z funkcjonowaniem dwu- lub trójstrefowego porządku walutowego. Zdaniem ich, nie skoordynowane wahania kursów między walutami różnych stref rodzą niebezpieczeństwo dezintegracji finansów światowych z konsekwencjami dla handlu międzynarodowego.

Obawy te, jak sądzę, są wyolbrzymione. Lata osiemdziesiąte, okres nie skoordynowanych wahań kursów głównych walut Zachodu, wykazał, że w okresach szczególnie krytycznych władze monetarne państw uprzemysłowionych potrafiły intensyfikować współpracę walutową dla stabilizacji

⁷ R. Mundel, *The Case for a Managed International Monetary Gold Standard*, [w:] *The International Monetary System: Choice for the Future*, ed. M. Connolly, Praeger Special Studies, 1982, s. 10.

rynków narodowych. Możliwa jest również pewna instytucjonalizacja międzynarodowej kooperacji walutowej między strefami w formie propagowanej przez MFW, tzw. pasm bazowych (*target zones*). Rozwiązanie to, jak pisano w „International Monetary Fund Survey”⁸, jest konstrukcją pośrednią między kursami płynnymi a stałymi i może funkcjonować w dwóch wariantach.

W pierwszym – wersja „miękka” – pasmo wahań wzajemnych kursów walutowych jest szerokie i często zmieniane, a wszystkie informacje dotyczące pasm bazowych mają charakter poufny. Można to porównać z systemem kursów kierowanych płynnych.

W wersji „twardej” pasma wahań kursów są wąskie, zmiany mogą być dokonywane rzadziej, a informacje na temat warunków funkcjonowania pasm są podawane do publicznej wiadomości. Upodabnia to opisany mechanizm kursowy do systemów kursów stałych podlegających korektom (*adjustable peg*).

Wprowadzenie pasm bazowych stabilizować może system walutowy, gdyż zarówno w wersji „twardej”, jak i „miękkiej” władze monetarne zobowiązują się do utrzymania swych walut w określonych marżach wahań. Zaletą funkcjonowania pasm bazowych między strefami walutowymi jest możliwość zwiększenia dyscypliny koordynacji polityki gospodarczej, przy utrzymaniu niezbędnej elastyczności międzystrefowej. Tak więc wahania kursów głównych konkurentów walutowych na rynku europejskim dolara i ECU nie muszą przybierać formy wojny walutowej, lecz mogą mieć skoordynowany charakter.

Przedstawiona prawdopodobna konstrukcja światowego systemu walutowego nie jest artefaktem. Proces ten, bez oficjalnych projektów i deklaracji, już się dokonuje. Jest to rozwiązanie racjonalne z punktu widzenia systemu jako całości. Jego przyszłość zależy w głównej mierze od postępów integracji walutowej w ramach ESW i konsekwencji we wprowadzaniu ECU na międzynarodowe rynki kapitałowe.

Janusz Bilski

PROSPECTS OF THE BIPOLAR MONETARY SYSTEM

The main aim of the above analysis is the evolution of monetary relations between the USA and Europe.

The author characterizes the period of the absolute dollar's domination in international finance. Then he presents the perspectives of a bipolar monetary system as the consequence of the development of monetary integration within the BEC.

⁸ *Target Zones are Highlight 6*, „International Monetary Fund Survey”, April 1987, s. 97.