

Wiesława Włodarczyk-Guzek*

EUROPEJSKI SYSTEM WALUTOWY -
STRUKTURA I MECHANIZM JEGO DZIAŁANIA

Europejski System Walutowy (ESW) funkcjonuje od 13 marca 1979 r. Jego powstanie było efektem kilkuletnich wysiłków szefów rządów państw Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej (EWG), zmierzających do utworzenia strefy stabilizacji walut europejskich. Cele tego systemu są znacznie skromniejsze w porównaniu do ambitnego planu Wernera z początku lat siedemdziesiątych, dotyczącego unii walutowo-ekonomicznej. Niemniej jednak porozumienie to jest ważnym osiągnięciem w dziedzinie współpracy walutowej państw EWG.

Zamierzeniem artykułu jest ocena ESW po dwunastu latach jego funkcjonowania. Punktem wyjścia do rozważań jest geneza utworzenia systemu. Następnie omawia się cele i zasady, na jakich opiera się działanie ESW. Zwraca się uwagę na elementy składowe systemu: ECU - wspólną jednostkę walutową, która jest jego osią, mechanizm kursowo-interwencyjny, wskaźnik odchylenia oraz mechanizm kredytowy. Kolejna część artykułu prezentuje dotychczasową działalność ESW, co pozwala pokazać ułomności systemu i podkreślić jego główne osiągnięcia.

1. GENEZA UTWORZENIA ESW

Bezpośredniej genezy utworzenia ESW można doszukać się w wystąpieniu Roy'a Jenkinsa¹, przewodniczącego Komisji EWG na forum nowo

* Dr, adiunkt w Zakładzie Finansów Międzynarodowych i Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ R. Jenkins, *Europe's Present Challenge and Future Opportunity*, The Jean Marnet Lecture, Florence, 27 October 1977.

założonego uniwersytetu we Florencji, 27 października 1977 r. W przemówieniu swym R. Jenkins zawarł propozycję reformy walutowej na szczeblu Europy, która obejmowałaby emisję nowej waluty europejskiej oraz utworzenie centralnej instytucji emisyjnej służącej do określania kursów dewizowych, zarządzania rezerwami walutowymi i sterowania polityką walutową. Jednocześnie R. Jenkins uznał brak jednolitości w dziedzinie walutowej za przyczynę wielkiego bezrobocia we Wspólnocie, które w owym czasie przekraczało 6 mln osób. Ponadto mówca stwierdził, że utworzenie jednolitego obszaru walutowego na terenie EWG pomoże zapoczątkować nową erę stabilności cen w Europie i przerwać chroniczną sytuację inflacyjną. Z czynników zewnętrznych, które potwierdzały konieczność ustabilizowania walutowego Europy były zjawiska związane z gwałtownym osłabieniem kursu dolara USA, co potęgowało spekulacyjne przepływy kapitałów krótkoterminowych wewnątrz EWG, głównie do RFN. I tak tylko między wrześniem a grudniem 1977 r. spowodowało to aprecjację kursu marki o 11%, wywołując konieczność równoległego podwyższenia stóp procentowych w krajach związanych z marką RFN (Belgia, Dania, Holandia, Norwegia, Szwecja), efektem czego było osłabienie aktywności gospodarczej w tych państwach. Sytuację pogłębiała konieczność prowadzenia aktywnej polityki interwencyjnej, która kosztowała tylko Bundesbank 16 mld marek².

W tym okresie władze gospodarcze RFN dostrzegły pewne negatywne skutki funkcjonowania "węza walutowego", który faktycznie stał się strefą walutową marki. Zaczęto odczuwać kłopoty gospodarcze wywołane gwałtowną dewaluacją dolara, co spowodowało wzrost zainteresowania administracji zachodnioniemieckiej wspólną polityką walutową. Wyrazem tego był plan stabilizacji kursów walut krajów EWG, przedstawiony przez kanclerza RFN Helmuta Schmidta na sesji Rady EWG odbytej 7 kwietnia 1978 r. w Kopenhadze³.

Propozycja H. Schmidta uznana została za poważny krok w kierunku doskonalenia współpracy walutowej w EWG. Szczególnie entuzjastycznie przyjęła ją Francja, która również była mocno zaintereso-

² N. Thyssen, *The Emerging European Monetary System: Precursors, First Steps and Policy Options*, "Bulletin de la Banque Nationale de Belgique" 1977, T. 1, No. 4, s. 94 i 107.

³ R. Hellman, *Gold, the Dollar and the European Currency Systems*, New York 1979, s. 78.

wana stworzeniem strefy stabilizacji walutowej w ramach EWG. Na jej postawę wpływał fakt, że stabilizacja kursów walutowych pozytywnie oddziałuje na funkcjonowanie wspólnej polityki rolnej, co zawsze leżało w interesie tego kraju. Ponadto sytuacja gospodarcza Francji w tym okresie sprzyjała zainteresowaniu nowymi rozwiązaniami walutowymi. Rosnąca inflacja (ok. 10%), niewielki wzrost bezrobocia i wyraźna poprawa salda bilansu płatniczego dawały możliwość ograniczenia wzrostu cen poprzez stabilizację franka.

Premier Wielkiej Brytanii J. Callaghan był innego zdania i uzależnił on przystąpienie do nowego porozumienia walutowego od ożywienia gospodarki RFN, które mogłoby pozytywnie wpłynąć na koniunkturę w całej Wspólnocie.

Inne kraje członkowskie EWG były zainteresowane propozycją, np. kraje Beneluksu oczekiwały zmniejszenia roli marki, która miała pozycję dominującą w "węźlu walutowym", zaś Włochy liczyły na zahamowanie deprecjacji lira i ograniczenie inflacji.

Ostateczna wersja nowego porozumienia walutowego przedłożona na konferencji głów państw i szefów rządów, 6 i 7 lipca 1978 r. w Bremie, została uprzednio uzgodniona w czasie spotkania kanclerza RFN H. Schmidta z prezydentem Francji V. Giscardem d'Estaing 25 czerwca 1978 r. w Hamburgu. Decyzja w sprawie przyjęcia do realizacji porozumienia podjęta została 5 grudnia 1978 r. na posiedzeniu głów państw i szefów rządów w Brukseli⁴. Ostatecznie porozumienie to weszło w życie 13 marca 1979 r.

W ESW uczestniczą wszyscy członkowie EWG, którzy - z wyjątkiem Portugalii i Grecji - należą do mechanizmu kursowo-interwencyjnego (ERM)⁵.

Hiszpańska peseta jako dziewiąta waluta przyłączyła się do ERM 19 czerwca 1989 r.⁶, natomiast 8 października 1990 r. funt angielski stał się dziesiątą walutą w systemie kursowo-interwencyjnym ESW⁷.

⁴ Commission of the European Communities: European Monetary System, Text of the European Council of 4 and 5 December 1978, "European Economy" 1979, No. 2, s. 7.

⁵ Portugalia w ESW, "Rynki Zagraniczne" 1987, nr 136, s. 2.

⁶ Spanish Peseta Joins European Exchange Rate Mechanism, "IMF Survey" 1989, No. 13, s. 193. Delors Report Suggests Step - by - Step Process of European Integration, "IMF Survey" 1989, No. 14, s. 209, 219-222.

⁷ Pound Sterling Joins the European ERM, "IMF Survey" 1990, No. 19, s. 289; U. K. Chancellor of the Exchequer Lamont Presents First Budget Since Joining ERM; "IMF Survey" 1991, No. 7, s. 90-91.

2. CELE I ZASADY ESW⁸

Zgodnie z intencją twórców ESW, celem jego jest osiągnięcie większej stabilizacji walutowej w ramach EWG. System ten należy traktować jako podstawowy element kompleksowej strategii zmierzającej do zapewnienia trwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego, stopniowego osiągania stanu pełnego zatrudnienia, zbliżenia poziomu życia w krajach Wspólnoty, a także niwelowania dysproporcji w rozwoju regionalnym tego ugrupowania. Jednocześnie ESW uznany został za czynnik mający ułatwić zbliżenie poziomów rozwoju ekonomicznego krajów EWG oraz za ważny bodziec dla procesu budowy unii gospodarczej i walutowej. Oczekuje się również, co podkreślali twórcy ESW, że system będzie oddziaływał stabilizująco na międzynarodowe stosunki gospodarcze i finansowe.

Zatem w krótkim okresie efektem działania systemu miała być stabilizacja walut krajów EWG, zaś w dłuższym ESW miał przyczynić się do pogłębienia integracji, przezwyciężenia recesji gospodarczej i stać się załącznikiem unii walutowo-ekonomicznej⁹.

ESW nawiązuje do "węza walutowego", ale stanowi konstrukcję znacznie bardziej złożoną¹⁰. Centralnym elementem tego systemu jest nowa międzynarodowa jednostka pieniężna zwana europejską jednostką walutową - ECU (ang. *European Currency Unit*)¹¹. Jest to *novum* w porównaniu z poprzednim systemem usztywnionych kursów, który takiego elementu nie zawierał. Jednostka ta bezpośrednio wywodzi się z europejskiej jednostki obrachunkowej równej dolarowi sprzed dewaluacji w 1971 r. Jest nawet nominalnie równa tamtej, ale ma zupełnie inną treść i ważne funkcje do spełnienia, których tamta nie pełniła. ECU przejęła po swojej poprzedniczce formułę, według której jest tworzona. Jej wartość bowiem wyznaczona jest również przez specjalnie skonstruowany koszyk i może zmieniać się na sku-

⁸ L. Oręziak, *Rezultaty dotychczasowego funkcjonowania Europejskiego Systemu Walutowego*, "Finanse" 1985, nr 7-8.

⁹ J. J. Michałek, P. Mroczkowski, *Funkcjonowanie Europejskiego Systemu Walutowego*, "Sprawy Międzynarodowe" 1982, nr 1-2, s. 80.

¹⁰ K. Lutkowski, *Współczesny międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 1983, s. 250.

¹¹ Taką samą nazwę nosiła złota moneta francuska, która została wprowadzona w XIII w. przez Ludwika IX i cyrkulowała w Europie do XVIII w. *European Economic and Monetary Union*, "European Documentation" 1979, No. 3, s. 21.

tek oscylacji kursów walut obecnych w koszyku. Wagi poszczególnych walut państw uczestniczących w ESW odzwierciedlają siłę ekonomiczną krajów i wyznaczane są na podstawie następujących kryteriów ekonomicznych¹²:

- udział kraju w globalnym GDP Wspólnoty;
- udział kraju w obrotach handlowych wewnątrz EWG;
- udział kraju w handlu europejskim (obroty z OECD) - kryterium to zostało wprowadzone, ponieważ kraje nowo przyjęte do EWG mają relatywnie niższy udział w obrotach wewnątrz Wspólnoty;
- udział kraju w zasobach systemu krótkoterminowej pomocy walutowej.

Oznacza to, że im większy jest potencjał danego kraju, tym bardziej znaczące miejsce w tym koszyku zajmuje jego waluta.

Skład koszyka ustalono nie w procentach, ale w ilościach walut tworzących jedną ECU. Zgodnie z założeniami przyjęto również postanowienie o dokonywaniu okresowej regulacji struktury koszyka tworzącego ECU, najpierw po sześciu miesiącach od daty wdrożenia systemu, a potem co pięć lat. Przewidziano również możliwość zmiany składu koszyka na wniosek kraju członkowskiego, gdyby waga którejkolwiek waluty zmieniła się o 25% i więcej¹³. Zgodnie z przyjętymi ustaleniami korekty składu koszyka muszą być każdorazowo zaakceptowane przez wszystkie uczestniczące w nim kraje, uwzględniając jednocześnie kryteria ekonomiczne będące podstawą określania wysokości poszczególnych składników walutowych.

Dane dotyczące składu ilościowego i udziałów procentowych w koszyku ECU zamieszczone są w tab. 1¹⁴.

Od strony funkcjonalnej założono, że ECU ma być nie tylko miernikiem wartości, ale także walutą rzeczywistą służącą początkowo do rozliczeń między bankami centralnymi państw członkowskich, lecz w przyszłości w miarę wzrostu jej znaczenia miałyby przejąć inne funkcje pieniądza¹⁵.

¹² J. B i l s k i, *Europejski System Walutowy - cele, mechanizm, konsekwencje dla suwerenności walutowej EWG*, "Acta Universitatis Lodziensis", Łódź 1989, s. 73.

¹³ L. O r ę z i a k, *Funkcjonowanie europejskiej jednostki walutowej*, "Sprawy Międzynarodowe" 1985, nr 7-8, s. 117.

¹⁴ J. M o s t o w y, *Uruchomienie Europejskiego Systemu Walutowego*, "Finanse" 1980, nr 1, s. 31.

¹⁵ A. B i e ń, *Optymalny obszar walutowy. Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa 1988, s. 123.

Tabela 1

Skład koszyka ECU na dzień 13 marca 1979 r.

Nazwa waluty	Suma	Z
Marka RFN	0,828	33,0
Frank francuski	1,15	19,8
Funt brytyjski	0,0885	13,3
Gulden holenderski	0,286	10,5
Lir włoski	109,0	9,5
Frank belgijski	3,66	9,3
Korona duńska	0,217	3,1
Funt irlandzki	0,00759	1,1
Frank luksemburski	0,14	0,4
		100,0

Źródło: "IMF Survey" 1984, No. 12, s. 351.

Wartość ECU wyrażona w którejkolwiek z walut krajów EWG obliczana jest na podstawie składu walutowego koszyka i równa się sumie równowartości w tej walucie ilości każdej waluty wchodzącej w skład koszyka. Ponieważ ilość waluty w koszyku, przynajmniej w okresie kilkuletnim, jest stała, waga danej waluty w koszyku, będąca relacją między tą ilością a wartością ECU wyrażoną w danej walucie, ulega zmianie pod wpływem zmian kursu tej waluty w stosunku do pozostałych walut systemu. Tak np. rosnący kurs marki RFN spowodował, że jej udział w ECU wzrósł we wrześniu 1983 r. do 36,6% - podczas gdy początkowo wynosił 32,9%. W przypadku guldena holenderskiego wzrost jego kursu doprowadził do wzrostu udziału tej waluty w ECU z 10,5% do 11,3%. Z kolei w przypadku franka francuskiego odnotowano zmniejszenie udziału w ECU z 19,9% do 16,7%¹⁶.

Każdego dnia Komisja EWG oblicza kurs ECU w walutach państw członkowskich, stosując kursy walutowe zanotowane o godzinie 14³⁰. W ten sposób otrzymywane są oficjalne kursy dzienne ECU, które ogłaszane są na łamach "Official Journal of the European Communities". Kursy te stosowane są w oficjalnych rozliczeniach między instytucjami Wspólnoty.

¹⁶ O r e z i a k, *Funkcjonowanie europejskiej...*, s. 117-118.

Z konstrukcji koszyka ECU wynika związek tej jednostki z poszczególnymi walutami narodowymi krajów członkowskich EWG. Jednocześnie związek ten wynika z faktu, iż każda waluta w ESW ma ustalony kurs centralny w stosunku do ECU. Kursy te pełnią jak gdyby funkcje kursów parytetowych. Ich zmiany oznaczają dewaluacje lub rewaluacje walut. Są one również podstawą do określania siatki kursów bilateralnych między walutami. Nie jest to funkcja wyłącznie techniczna, ponieważ ECU jest tu pośrednikiem w tworzeniu więzi między walutami krajów EWG. Kursy tych walut nie mogą być ustalane jednostronnie, konieczna jest zgoda wszystkich krajów uczestniczących w systemie. Na podstawie kursów bilateralnych (siatki parytetów) z kolei wyznaczane są punkty interwencyjne dla każdej z par walut ESW.

Zgodnie z przyjętymi założeniami, bilateralne kursy rynkowe walut wchodzących w skład ESW mogą się wahać w granicach $\pm 2,25\%$ wokół bilateralnych kursów centralnych. W przypadku lira włoskiego dopuszczalną marżę wahań ustalono na $\pm 6\%$. Od 7 stycznia 1990 r. kurs rynkowy lira może odchyłać się podobnie jak większość walut ESW $\pm 2,25\%$. Natomiast marża wahań w przypadku pesety hiszpańskiej i funta angielskiego, po przyłączeniu tych walut do mechanizmu kursowo-interwencyjnego wynosi $\pm 6\%$ ¹⁷.

Logika tego mechanizmu sprawia, podobnie jak we wcześniejszym "węźlu walutowym", iż odchylenie między walutą najwyżej i najniżej notowaną w danym momencie nie może przekraczać $2,25\%$ ¹⁸.

W celu utrzymania wahań kursów rynkowych w wyznaczonych granicach kraje członkowskie zobowiązane są do podejmowania interwencji na rynkach dewizowych. Interwencje marginalne¹⁹, tj. występujące wtedy, gdy wahania kursów rynkowych osiągnęły dopuszczalny limit, są obowiązkiem obydwu zainteresowanych krajów i muszą być przeprowadzane w walutach tych państw. Oznacza to, że bank centralny kraju o walucie słabej, której kurs osiągnął dopuszczalny

¹⁷ Zmiany w Europejskim Systemie Walutowym, "Rynki Zagraniczne" 1990, nr 5, s. 2; European Monetary System Faces Opportunity and Challenge in the 1990s, "IMF Survey" 1989, No. 23, s. 375-377.

¹⁸ E. Pi e t r z a k, Integracja walutowa EWG a Wielka Brytania, "Handel Zagraniczny" 1983, nr 11-12, s. 31.

¹⁹ L. O r e z i a k, Dolar amerykański a Europejski System Walutowy, "Handel Zagraniczny" 1987, nr 6, s. 27.

dolny pułap, skupuje na rynku tę walutę za mocniejszą (pożyczwszy ją uprzednio w banku centralnym będącym jej emitentem) walutę kraju, w stosunku do której nastąpił spadek. Jednocześnie kraj o mocnej walucie, której kurs osiągnął górną granicę wahań, sprzedaje swoją walutę za walutę słabszą partnera. Operacje te powodują odwrotne skutki dla wielkości obiegu pieniężnego. Następuje ograniczenie podaży pieniądza w kraju o walucie słabszej i efekty deflacyjne oraz zwiększenie jego podaży w kraju o walucie mocniejszej i tendencje inflacyjne.

Przedstawiony dalej przykład obrazuje procedurę obliczania bilateralnych kursów centralnych oraz punktów interwencyjnych dla pary walut systemu: korony duńskiej oraz marki zachodniemieckiej. Dane dotyczą kursów z 6 kwietnia 1986 r.

P r z y k ł a d²⁰:

kurs marki RFN do ECU:

$$K \frac{DM}{ECU} = 2,13834 \text{ DM, czyli } 1\text{ECU} = 2,13834 \text{ DM;}$$

kurs korony duńskiej do ECU:

$$K \frac{DKr}{ECU} = 7,91896 \text{ DKr, czyli } 1\text{ECU} = 7,91896 \text{ DKr;}$$

bilateralny kurs centralny marki RFN do korony duńskiej:

$$K \frac{DM}{DKr} = \frac{2,13834\text{DM}}{7,91896\text{DKr}} = 0,2700278 \text{ DM;}$$

bilateralny kurs centralny korony duńskiej do marki RFN:

$$K \frac{DKr}{DM} = \frac{7,91896\text{DKr}}{2,13834\text{DM}} = 3,703321 \text{ DKr;}$$

górnny punkt interwencyjny dla marki RFN:

$$W^o \frac{DM}{ECU} = (1 + t) \times K \frac{DM}{ECU};$$

dolny punkt interwencyjny dla marki RFN:

$$W^u \frac{DM}{ECU} = (1 - t) \times K \frac{DM}{ECU};$$

²⁰ Wyliczenia własne na podstawie: J. B i l s k i, System kursów walutowych w EWG, "Acta Universitatis Lodziensis" 1981, Folia oeconomica, z. 8, s. 24-26.

gdzie:

W^O - górny punkt interwencyjny;

W^u - dolny punkt interwencyjny;

t - całkowita marża wahań (by otrzymać wartość w procentach, należy pomnożyć przez 100);

zatem:

$$W^O \frac{DM}{ECU} = (100\% + 1,125\%) \times 2,13834 = 2,1623963 \text{ DM},$$

$$W^u \frac{DM}{ECU} = (100\% - 1,125\%) \times 2,13834 = 2,1142836 \text{ DM};$$

tak samo czynimy w przypadku korony duńskiej:

$$W^O \frac{DKr}{DM} = (100\% + 1,125\%) \times 7,91896 = 8,0080483 \text{ DKr},$$

$$W^u \frac{DKr}{DM} = (100\% - 1,125\%) \times 7,91896 = 7,8298717 \text{ DKr};$$

kurs marki RFN osiągnął górny punkt interwencyjny, a korony duńskiej dolny:

$$\frac{W^O \frac{DM}{DKr}}{W^u \frac{DKr}{DM}} = \frac{(1 + t) \times K \frac{DM}{ECU}}{(1 - t) \times K \frac{DKr}{ECU}} = \frac{2,1623963}{7,8298717} = 0,2761726 \text{ DM};$$

kurs marki RFN osiągnął dolny punkt interwencyjny, a korony duńskiej górny:

$$\frac{W^u \frac{DM}{DKr}}{W^O \frac{DKr}{DM}} = \frac{(1 - t) \times K \frac{DM}{ECU}}{(1 + t) \times K \frac{DKr}{ECU}} = \frac{2,1142836}{8,0080483} = 0,2640198 \text{ DM};$$

zatem:

Kopenhaga DKr	Marża wahań	DM
100	+2,25	27,617
	kurs centralny	27,0028
	-2,25	26,401

Źródło: "Bulletin of the European Communities" 1986, No. 4, s. 27.

to są kursy, które odpowiadają punktom interwencyjnym. Przy poziomie 27,617 DM za 100 DKr, władze duńskie będą sprzedawać korony za marki, by doprowadzić do spadku kursu własnej waluty. Zaś przy poziomie 26,401 DM za 100 DKr będzie miał miejsce skup koron za marki w celu wzmocnienia jej kursu.

Podobne wyliczenia przeprowadzamy dla korony duńskiej: kurs korony osiągnął górny punkt interwencyjny, a marki RFN dolny:

$$\frac{W^o \text{ DKr}}{W^u \text{ DM}} = \frac{(1 + t) \times K \frac{\text{DKr}}{\text{ECU}}}{(1 - t) \times K \frac{\text{DM}}{\text{ECU}}} = \frac{8,0080483}{2,1142836} = 3,7875941 \text{ DKr};$$

kurs korony duńskiej osiągnął dolny punkt interwencyjny, a marki RFN górny:

$$\frac{W^u \text{ DKr}}{W^o \text{ DM}} = \frac{(1 - t) \times K \frac{\text{DKr}}{\text{ECU}}}{(1 + t) \times K \frac{\text{DM}}{\text{ECU}}} = \frac{7,91896}{2,13834} = 3,6209235 \text{ DKr};$$

zatem:

Frankfurt DM	Marża wahań	DKr
100	+2,25	378,76
	kurs centralny	370,332
	-2,25	362,09

Ź r ó d Ź o: "Bulletin of the European Communities" 1986, No. 4, s. 27.

powyższe kursy, a więc 378,76 DKr i 362,09 DKr za 100 DM będą powodować reakcje interwencyjne władz niemieckich (sprzedaż bądź zakup marek za korony duńskie w celu zmiany kursu).

Dolne i górne punkty interwencyjne były zastosowane już w poprzednio funkcjonującym "węźu walutowym", ale w systemie obecnym zostały wzbogacone o bezpośredni związek z ECU i o nowy element tzw. wskaźnik odchylenia (ang. *indicator of divergence*)²¹. Z funkcjonowaniem tego wskaźnika związane są interwencje intramarginalne²², które podejmowane są przez jeden bank centralny i mają charakter fakultatywny. Występują wtedy, gdy kursy walut nie osiągnęły je-

²¹ *What's Left of the ECU*, "The Economist", 9-16 December 1978, s. 20.

²² Interwencje intramarginalne mogą być dwojakiego rodzaju: 1) występują gdy banki centralne interweniują, aby zahamować zbliżanie się kursu danej waluty do przewidzianej dla niej granicy; 2) związane są z tzw. wskaźnikiem odchylenia. *O r e z i a k*, *Dolar amerykański...*, s. 27.

szcze dopuszczalnej marży wahań. Zgodnie z założeniem wskaźnik odchylenia ma być sygnałem ostrzegawczym. Nie zobowiązuje jednak do podjęcia działań. Próg odchylenia (ang. *threshold of divergence*) ustalony został na poziomie 75% przyjętej marży wahań kursu danej waluty w stosunku do ECU. Przy obliczaniu odchylenia maksymalnego dla każdej waluty uwzględniona jest jej waga w koszyku ECU²³. Efektem takiego rozwiązania jest, iż każda waluta posiada inne indywidualne maksymalne odchylenie, a co za tym idzie również inny próg odchylenia. Na przykład w momencie tworzenia ESW, po uwzględnieniu wag poszczególnych walut w koszyku tworzącym ECU, maksymalne odchylenie kursu poszczególnych walut w stosunku do ECU wynosiło jak w tab. 2.

Tabela 2

Odchylenie maksymalne i próg odchylenia na dzień 13 marca 1979 r.

Nazwa waluty	Udział % waluty w wartości koszyka	Odchylenie maksymalne wokół kursu centralnego (w %)	Próg odchylenia wokół kursu centralnego	Kurs ECU w walucie (1 ECU = ...)
Marka RFN	33,0	1,51	1,13	2,511
Frank francuski	19,9	1,80	1,35	5,798
Funt brytyjski	13,2	1,95	1,46	0,6633
Gulden holenderski	10,4	2,01	1,51	2,721
Lir włoski	9,8	5,43	4,07	1,148
Frank belgijski	9,1	2,04	1,53	39,46
Korona duńska	3,1	2,19	1,64	7,086
Funt irlandzki	1,1	2,23	1,67	0,6626
Frank luksemburski	0,4	2,24	1,68	39,46

Źródło: A. Bień, *Optymalny obszar walutowy. Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa 1988, s. 127.

Dane zamieszczone w tab. 2 świadczą o tym, że waluty o większej wadze w koszyku silniej wpływają na zmianę kursu ECU i dlatego w ich przypadku system wczesnego ostrzegania alarmuje na niższym poziomie, inaczej mówiąc, im większą wagą dysponuje dana waluta w koszyku, tym na niższym poziomie jest ustalony dla niej próg odchylenia.

²³ K. Zabielski, *Wielobiegunowy świat finansów międzynarodowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1991, s. 55.

Zgodnie z intencją twórców, wskaźnik odchylenia ma sygnalizować, że jedna z walut uczestniczących w systemie ewoluuje zdecydowanie inaczej niż pozostałe waluty. Odchylenie się waluty od ECU, jak mówi K. Lutkowski²⁴, jest nie tylko sygnałem, że sytuacja gospodarcza w danym kraju rozwija się inaczej niż w innym kraju członkowskim, ale świadczy o tym, że dany kraj odchyła się w stopniu niepokojącym od przeciętnej dla całej EWG, np. pod względem tempa inflacji. Mechanizm stabilizacji wynikający z sieci bilateralnych kursów centralnych i punktów interwencyjnych zobowiązuje do działań korygujących dwa państwa, których waluty osiągnęły względem siebie krańcowe poziomy. Natomiast wskaźnik odchylenia adresowany jest, jak już było powiedziane wcześniej, do kraju, którego waluta przekroczy próg odchylenia. Może to odnosić się zarówno do słabej, jak i mocnej waluty. Tym samym ciężar interwencji nie jest przerzucany na kraj o słabej walucie, jak to jest możliwe przy interwencjach dwustronnych²⁵.

Jeżeli np. kurs jakiejś waluty odchylił się w dół lub w górę od swego kursu centralnego wyrażonego w ECU o 75% dopuszczalnego pasma wahań (próg odchylenia), władze monetarne kraju emitującego tę walutę mogą wybrać jedno z następujących działań:

a) interweniować na rynku dewizowym sprzedając walutę obcą za walutę własną (wykorzystując własne rezerwy dewizowe lub zaciągnięte kredyty), bądź sprzedając walutę własną za walutę obcą;

b) dokonać zmian w polityce gospodarczej - chodzi o podjęcie polityki deflacyjnej w celu ograniczenia deficytu w bilansie płatniczym i wzmocnienia waluty krajowej lub polityki inflacyjnej w przypadku występowania nadwyżki w bilansie płatniczym;

c) jeśli dwie powyższe metody okażą się niewystarczające do utrzymania kursu waluty w dopuszczalnych granicach istnieje możliwość zmiany jej kursu centralnego.

Wybrany sposób działania musi być przekonsultowany z innymi krajami uczestniczącymi w systemie i winien uzyskać ich akceptację. W rezultacie więc, wskaźnik odchylenia poprzez wymóg wzajemnych konsultacji między krajami członkowskimi przyczynia się do koordynacji polityki finansowej we Wspólnocie.

²⁴ Lutkowski, *Współczesny międzynarodowy...*, s. 258.

²⁵ Oręziak, *Funkcjonowanie europejskiej...*, s. 120-122.

Próg odchylenia oblicza się następująco:

$$M_o = \frac{2,25\% \text{ (lub } 6\%) \times (100\% - \text{waga procentowa waluty w ECU})}{100\%}$$

$$P_o = \frac{M_o \times 75\%}{100\%}$$

gdzie:

M_o - maksymalne odchylenie,

P_o - próg odchylenia.

Na przykład waga franka francuskiego w momencie tworzenia ESW wynosiła 20%, to odchylenie maksymalne od kursu centralnego w ECU wynosiło: $2,25\% \times (100\% - 20\%) : 100\% = 1,8\%$. Zatem próg odchylenia wynosił: $1,8\% \times 75\% = 1,35\%$ kursu centralnego franka francuskiego w ECU²⁶.

Związane z funkcjonowaniem wskaźnika odchylenia interwencje intramarginalne do tej pory w większości (ponad 2/3) były dokonywane przy użyciu dolara. Wiąże się to z faktem, że wykorzystanie walut członkowskich wymaga zgody zainteresowanego kraju. W praktyce oznacza to, że w związku z ograniczonymi możliwościami użycia walut państw Wspólnoty, w razie wystąpienia potrzeby kraje ESW korzystają z dolara (waluta kraju trzeciego). Pozwala to uniknąć napięć w systemie, ponieważ skutki zmian obiegu pieniężnego dotyczą tylko kraju podejmującego interwencje²⁷.

W przeciwieństwie do przedstawionych działań, w celu przeprowadzenia interwencji marginalnych wykorzystuje się waluty narodowe krajów członkowskich²⁸. W związku z tym banki centralne uczestniczące w ESW posiadają możliwość uzyskania potrzebnych im walut krajów Wspólnoty. W przypadku gdy jakiś kraj w danym momencie nie ma własnego zapasu potrzebnej mu waluty, może ją nabyć przez uży-

²⁶ B i e ń, *Optymalny obszar...*, s. 127.

²⁷ N. T h y g e s e n, *The Adjustable Peg: a Viable Option for the EMS*, [w:] *Currency Competition and Monetary Union*, ed. P. Salin, Martinus Nijhoff Publishers, Hague 1984, s. 225.

²⁸ Interwencje tego typu miały niewielki udział w ogóle interwencji przeprowadzanych w ramach ESW. I tak w okresie od marca 1979 r. do marca 1983 r. stanowiły ok. 12%, a od marca 1983 r. do grudnia 1985 r. - ok. 6%. Świadczy to o słabym wykorzystaniu ECU do tego celu. S. M i c o s s i, *The Intervention and Financing Mechanisms of the EMS and the Role of the ECU*, "Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review" 1985, no 155, s. 332.

cie posiadanego zasobu ECU w Europejskim Funduszu Współpracy Walutowej (EFWW) na zakup danego pieniądza w banku centralnym, który jest jego emitentem, bądź przez zaciągnięcie kredytu w tym banku. W momencie uruchamiania ESW kraje członkowskie oddały do dyspozycji EFWW 20% swoich rezerw złota (według ceny rynkowej) i dolarów, a w zamian za to otrzymały odpowiednie zapisy na kontach opiewające na ECU, którymi mogą się posługiwać w celu regulowania swych zobowiązań. Sumy te odnawiane są za pomocą transakcji swap co trzy miesiące i mają charakter rezerwy pożyczanej. Dopiero po utworzeniu Europejskiego Funduszu Walutowego (EFW) w miejsce EFWW aktywa te przestaną być własnością banków centralnych państw członkowskich²⁹.

Na tej zasadzie powołano do istnienia sumę 25 mld ECU, rozdzieloną odpowiednio do wielkości wkładów członkowskich. Drugą taką samą sumę (25 mld ECU) wniosły kraje członkowskie we własnej walucie. Służy ona za podstawę do udzielania kredytów. W ramach mechanizmu kredytowego przewidziano ich trzy rodzaje³⁰.

1. Bardzo krótkie kredyty (ang. *very short-term facilities* - VSTF), które mają na celu finansowanie interwencji dewizowych podejmowanych w punktach interwencyjnych. Interwencje intramarginalne nie mogą korzystać z tego źródła kredytowego, jak również kraje pozostające poza mechanizmem kursowo-interwencyjnym pozbawione są tej możliwości. VSTF są to linie kredytowe między bankami centralnymi, w ramach których mogą one stawiać do dyspozycji partnerów swoje waluty w nieograniczonej wysokości na bardzo krótkie terminy (średnio 45 dni), przy czym kredyt ten może być dwukrotnie prolongowany - pierwszy raz na 3 miesiące do wysokości równej kwocie w STMS (ang. *short-term monetary support*), drugi raz na 6 dalszych miesięcy. Spłata następuje poprzez przelew odpowiedniej sumy walut EWG, dolarów bądź ECU z rachunku jednego banku centralnego na rachunek drugiego. W ten sposób ECU jest mobilizowana *ex post* do finansowania interwencji marginalnych³¹.

²⁹ Jak widać ECU powstaje na innej zasadzie niż SDR, który tworzony jest *ex nihilo*. ECU natomiast oparta jest częściowo na oddanych do depozytu rezerwach złota i dolarów. Jak twierdzi K. Lutkowski ECU jest więc jedyną "położoną jednostką pieniężną na świecie". Lutkowski, *Współczesny międzynarodowy...*, s. 257.

³⁰ J. M ó s t o w y, *Struktura i działanie Europejskiego Systemu Walutowego*, "Handel Zagraniczny" 1979, nr 5-6, s. 40.

³¹ S. R ą c z k o w s k i, *Międzynarodowe stosunki finansowe*, PWE, Warszawa 1984, s. 366.

2. Kredyty krótkoterminowego wsparcia monetarnego (STMS) - system kredytów udzielanych sobie wzajemnie przez banki centralne Wspólnoty automatycznie i bezwarunkowo. Służą one finansowaniu deficytów bilansów płatniczych i obniżaniu się poziomu rezerw walutowych. Na ten cel przeznaczono środki w wysokości 14 mld ECU. Każdy kraj ma limit zadłużenia i wierzytelności. Podstawowy okres kredytu wynosi 3 miesiące, ale może być on wydłużony do 9 miesięcy (przed wprowadzeniem ESW 6 miesięcy).

3. Średnioterminowa pomoc finansowa (ang. *medium-term financial assistance* - MTFA). Kredyty te są wzajemnie przyznawane przez kraje członkowskie na okres od 2 do 5 lat, przy czym mają charakter warunkowy. Udzielane są na finansowanie istotnych zaburzeń równowagi bilansów płatniczych. Na ten cel przeznaczono sumę 11 mld ECU.

Charakterystyka systemu kredytowego w ESW pozwala stwierdzić, że możliwości finansowe STMS i MTFA, a więc mechanizmów nie związanych z finansowaniem interwencji dewizowych, nie są duże, co może budzić obawy, iż w sytuacji poważnych trudności płatniczych nie będą one w stanie pomóc krajom w ich rozwiązaniu.

Jak wynika z przedstawionych zasad działania ESW, w nowym systemie przyjęto szereg bardziej realistycznych założeń niż w przypadku "węża walutowego". Przede wszystkim zwiększono dopuszczalny margines wahań kursowych. Ponadto z góry przewidziano nieuchronność korekt. Jednocześnie ustalono granicę maksymalnych odchyłek kursów poszczególnych walut uczestniczących w ESW, po przekroczeniu której istnieje obowiązek podjęcia działań interwencyjnych. Przy tym wyraźnie podkreślono, że ciężar interwencji spoczywa zarówno na krajach o walutach deprecjonujących, jak i aprecjonujących. Wreszcie, aby poprawić skuteczność interwencji i ograniczyć spekulacyjne przepływy kapitałów rozszerzono trzykrotnie wielkość zasobów kredytowych.

3. ANALIZA DOTYCHCZASOWEJ DZIAŁALNOŚCI ESW

Zgodnie z intencją twórców do najważniejszych zadań systemu należy stabilizacja kursów walut krajów Wspólnoty. Podkreśla się, że ESW w dużej mierze zdołał sprostać temu celowi, a według stanowiska reprezentowanego przez bank centralny RFN w rok po wdrożeniu systemu zadanie to zostało spełnione³². W pierwszym roku jego funkcjo-

³² Deutsche Bundesbank Auszüge aus Pressartikeln, 17 marzec 1980 r., cyt. za: B i e Ń, *Optymalny obszar...*, s. 130.

809

nowania odnotowano bowiem spadek wielkości zmian kursów walut należących do ESW z 5,2% w 1978 r. do 1,9% w 1979 r.

Należy jeszcze raz podkreślić, że zamierzeniem twórców nie było stworzenie systemu stałych kursów między walutami Wspólnoty, lecz utrzymywanie ich na możliwie stabilnym poziomie. To oczywiście nie wyklucza okresowych działań korygujących kursy centralne wewnątrz Wspólnoty. W ciągu dwunastu lat funkcjonowania ESW korekty takie były dokonywane dwunastokrotnie.

Już w 1979 r. na wniosek władz RFN przeprowadzono dwie zmiany kursów centralnych. 24 września zdewaluowano koronę duńską o 2,9%, zaś 30 listopada tegoż roku o 5%³³. Jednocześnie we wrześniu dokonano 2% rewaluacji marki zachodnoniemieckiej i to pomimo podjętej na dużą skalę interwencji Bundesbanku sięgającej od czerwca do września 1979 r. ponad 9 mld marek w ramach ESW i ponad 18,6 mld marek *vis-a-vis* dolara USA³⁴. Rewaluację tę wywołała spekulacja związana z deprecjacją dolara. Spadek kursu waluty amerykańskiej, jaki wystąpił od końca maja 1979 r. wywołał z kolei wzrost kursu marki RFN. Aby złagodzić napięcia między marką a słabszymi walutami systemu (frank belgijski i korona duńska), bank centralny RFN podjął działania interwencyjne. Natomiast w Belgii i Danii podniesiono stopy procentowe, co jednak nie rozwiązało problemu. W tym czasie również w RFN wzrosły stopy procentowe w ramach prowadzonej polityki antyinflacyjnej. Miało to skompensować, przynajmniej częściowo, interwencyjną sprzedaż marek. Jednak efekt taki nie wystąpił i władze monetarne RFN w obawie przed skutkami inflacyjnymi, mogącymi powstać z przedłużających się działań interwencyjnych, zainicjowały wspomnianą już korektę kursów.

W drugim roku funkcjonowania systemu (1980 r.) żadne zmiany kursów nie były konieczne, chociaż napięcie w łonie ESW nie udało się w pełni uniknąć. Na przykład w październiku tegoż roku podjęto znaczne działania interwencyjne w celu utrzymania wahań franka francuskiego wobec marki w dopuszczalnych granicach - frank był bliski górnego, a marka dolnego punktu interwencyjnego.

W 1981 r. miały miejsce dwie regulacje kursów³⁵. Pierwsza w

³³ D. M a r c h, *Europe Taken by Surprise*, "Financial Times", 1 December 1979.

³⁴ B. K e t t e l l, *A Businessman's Guide to the Foreign Exchange Market*, London 1985, s. 108.

³⁵ "European Economy", July 1982, No. 12, s. 71.

marcu polegała na 6% dewaluacji lira włoskiego, którego spadek kursu wywołany został trudną sytuacją w bilansie płatniczym Włoch i znacznie większą niż w pozostałych krajach EWG stopą inflacji. Drugą korektę natomiast przeprowadzono w październiku i polegała ona na kolejnej dewaluacji lira o 3% i franka francuskiego również o 3%, do czego przyczyniła się ekspansywna polityka gospodarcza prowadzona przez rząd socjalistów po wygranych przez nich w 1981 r. wyborach do Zgromadzenia Narodowego³⁶. Marka RFN i gulden holenderski zostały zrewaluowane o 5,5%. Jako główną przyczynę tych zmian podaje się zróżnicowanie stóp inflacji w krajach członkowskich systemu.

Podobne tendencje utrzymywały się nadal w 1982 r. Przyniósł on dwukrotną zmianę kursów centralnych³⁷. Już w lutym przeprowadzono najgłębszą jak dotąd, bo 8,5% dewaluację franka belgijsko-luksemburskiego, pomimo restrykcyjnej polityki gospodarczej rządu i działań interwencyjnych na rynku walutowym. Ponadto skorygowano kurs korony duńskiej w dół o 3%. Przedsięwzięcia te okazały się mało skuteczne, bo już w czerwcu pomyślano o kolejnej zmianie kursów. Tym razem sprawa dotyczyła 4,25% rewaluacji marki zachodnoniemieckiej i guldena holenderskiego, a ponadto dewaluacji franka francuskiego o 5,75% i lira włoskiego o 2,75%.

W marcu 1983 r. skorygowano po raz siódmy kursy centralne walut uczestniczących w ESW, ale po raz pierwszy w historii działania systemu dostosowanie miało charakter kompleksowy i dotyczyło wszystkich walut³⁸. Dewaluacja objęła franka francuskiego (2,5%), funta irlandzkiego (3,5%) oraz lira włoskiego (2,5%). Natomiast rewaluacji poddano franka belgijskiego i luksemburskiego (2,5%), koronę duńską (2,5%), po raz czwarty guldena holenderskiego (3,5%) i po raz piątą markę RFN o 5,5%.

Główną przyczynę dwóch ostatnich zmian upatruje się w słabości waluty francuskiej oraz niektórych innych walut z powodu ekspansywnej polityki gospodarczej prowadzonej przez poszczególne kraje.

³⁶ W ciągu tygodnia poprzedzającego decyzję o dewaluacji franka francuskiego władze finansowe wydały 1,3 mld dolarów na podtrzymanie kursu swojej waluty. "The Economist", 10-16 October 1981, s. 70.

³⁷ *European Economy...*, s. 71.

³⁸ J. Antonowska-Bartosiewicz, *Funkcjonowanie Europejskiego Systemu Walutowego*, Zakład Finansów Zagranicznych, Warszawa 1984, s. 5.

Ósma korekta kursów była przeprowadzona dopiero w lipcu 1985 r., czyli po 28 miesiącach przerwy i dotyczyła dewaluacji lira włoskiego o 8%. Fakt ten tłumaczy się przede wszystkim stopniowym zbliżaniem kierunków polityki gospodarczej realizowanej przez kraje członkowskie systemu. Niewątpliwym wpływ miała również długotrwała silna pozycja dolara i związana z nią relatywnie słaba pozycja marki RFN.

Mimo znacznego postępu w zbliżaniu kierunków polityki gospodarczej krajów Wspólnoty, osiągnięte rezultaty były jednak jeszcze dość rozbieżne. Na przykład od końca marca 1983 r. do końca marca 1985 r. ceny towarów konsumpcyjnych wzrosły w RFN o 6,8%, w Holandii - o 7,6%, w Belgii, Danii i Wielkiej Brytanii o ok. 15%, zaś we Francji odnotowano wzrost o 19,8%, a we Włoszech o 29,8%³⁹. Głównie tym właśnie faktem tłumaczy się kolejną regulację kursów przeprowadzoną w kwietniu 1986 r., która obejmowała dewaluację franka francuskiego o 6% w stosunku do marki zachodniemieckiej i guldena holenderskiego.

Ponadto przyczyną wzrostu napięcia w ESW w tym okresie był spadek kursu dolara, do którego przyczyniła się realizacja porozumienia zawartego we wrześniu 1985 r. w ramach tzw. Grupy 5 (USA, Wielka Brytania, RFN, Francja i Japonia). Mimo iż napięcia w łonie systemu były łagodzone wzmożonymi interwencjami w celu utrzymania wahań kursów w przyjętych granicach, a w stosunku do słabych walut podniesieniem stopy procentowej, to jednak nie udało się uniknąć wspomnianych zmian kursów centralnych, a w sierpniu 1986 r. dewaluacji funta irlandzkiego o 8%.

Przełom 1986 r. i 1987 r. charakteryzował się ponownym wzrostem napięcia w ramach ESW⁴⁰. Postępujący spadek kursu dolara wpłynął na wzmocnienie marki i jednocześnie osłabienie pozycji franka francuskiego, bowiem kapitał odpływający od słabnącej waluty USA kierował się przede wszystkim do marki RFN, a nie do franka, powodując trudności w utrzymaniu kursów tych walut względem siebie w przyjętych granicach $\pm 2,25\%$. Z innych przyczyn, które zadecydowały o pogorszeniu się pozycji franka wobec marki należy podkreślić

³⁹ O r e z i a k, *Dolar amerykański...*, s. 29.

⁴⁰ L. O r e z i a k, *Europejski System Walutowy a polityka gospodarcza krajów członkowskich*, "Sprawy Międzynarodowe" 1987, nr 12, s. 127.

obawy o negatywne dla gospodarki Francji następstwa masowej fali strajków w sektorze publicznym, mającej miejsce w tym okresie. Mimo dużej interwencji podjętej przez Bundesbank i Bank Francji oraz podniesienia stopy procentowej przez Francję i inne kraje systemu, nie udało się uniknąć kolejnej, jedenastej już korekty kursów w ramach ESW. Została ona przeprowadzona 12 stycznia 1987 r. i polegała na rewaluacji najmocniejszych walut systemu, a mianowicie: marki zachodnioniemieckiej i guldena holenderskiego o 3% oraz franka belgijskiego o 2%⁴¹. Zmiana ta została poprzedzona wzrostem napięcia w stosunkach między RFN a Francją na skutek braku zgodności co do tego, czy frank ma być zdewaluowany, czy marka zrewaluowana. Niemal do ostatniej chwili RFN odrzucała możliwość zmiany relacji wymiennych walut europejskich, nie zamierzając ponosić kosztów złego gospodarowania w krajach Wspólnoty. Francja z kolei nie wyraziła zgody na dewaluację swojej waluty argumentując tym, że kolejne⁴² obniżenie jej wartości mogłoby nasilić presję inflacyjną, w walce z którą osiągnięto już pewne rezultaty⁴³. W efekcie RFN ustąpiła pod naciskiem Francji, tłumacząc to prymatem współpracy w swych stosunkach z sojusznikami.

7 stycznia 1990 r. przeprowadzono dwunastą z kolei korektę kursów w ramach ESW. Towarzyszyła ona zawężeniu pasma wahań lira włoskiego do $\pm 2,25\%$. Polegała na dewaluacji kursu centralnego lira o ok. 3% w stosunku do ECU i o 3,7% wobec walut ESW. Nie przeprowadzono zatem generalnej korekty kursów w ramach systemu, chociaż istniały silne napięcia wynikające głównie z aprecjacji marki zachodnioniemieckiej w stosunku do innych walut. W związku z tym kraje o słabnących walutach zmuszone były do podnoszenia stóp procentowych (Francja, Belgia, Holandia). Rewaluację marki chętnie widziałaby Bundesbank i rząd RFN, gdyż to pozwoliłoby ograniczyć deficyt handlowy kraju. Natomiast Francja wykazywała szczególne zdeterminowanie w niedopuszczeniu do dewaluacji własnej waluty w stosunku do marki, nawet za cenę coraz bardziej kosztownych interwencji i dalszego wzrostu stóp procentowych⁴⁴.

⁴¹ Zmiana kursów w Europejskim Systemie Walutowym, "Rynki Zagraniczne" 1987, nr 7, s. 1.

⁴² Frank francuski został zdewaluowany o 6% w stosunku do marki RFN i guldena holenderskiego w kwietniu 1986 r.

⁴³ W 1986 r. inflacja we Francji wyniosła tylko 2,2%.

⁴⁴ Zmiany w Europejskim Systemie Walutowym, "Rynki Zagraniczne" 1990, nr 5, s. 2.

Tabela 3

Zmiany kursów centralnych walut dokonane w ramach Europejskiego Systemu Walutowego
w latach 1979-1987 (w %)

Nazwa waluty	1979		1981		1982		1983	1985	1986		1987	1990
	24 IX	30 XI	22 III	3 X	22 II	14 VI	21 III	22 VII	7 IV	4 VIII	12 I	7 I
Frank belgijsko-luksem- burski					-8,5		+2,5	+2,0	+1,0		+2,0	
Korona duńska	-2,9	-4,8			-3,0		+2,5	+2,0	+1,0		+3,0	
Marka RFN	+2,0			+5,5		+4,25	+5,5	+2,0	+3,0			
Frank francuski				-3,0		-5,75	-2,5	+2,0	-3,0			
Funt irlandzki							-3,5	+2,0		-8,0		
Lir włoski			-6,0	-3,0		-2,75	-2,5	-8,0				-3,7
Gulden holenderski				+5,5		+4,25	+3,5	+2,0	+3,0		+3,0	

Źródło: "Dresdner Wirtschaftberichte" 1987, Nr 2, s. 2; Zmiany w Europejskim Systemie Walutowym, "Rynki Zagraniczne" 1990, nr 5, s. 2.

Tabela 3 daje pełny obraz korekt kursowych przeprowadzonych w ramach ESW.

Jak widać na podstawie danych statystycznych zamieszczonych w tab. 3, zmiany kursów walut nie były zbyt częste, a ich wprowadzenie było potwierdzeniem tego, że zamierzeniem twórców ESW nie było stworzenie systemu kursów sztywnych, a utrzymanie ich na możliwie stabilnym poziomie, co nie wykluczało przeprowadzania niezbędnych korekt w zależności od potrzeb. Pod tym względem zadanie to zostało w pełni wykonane. Ponadto korekty kursów nie były rezultatem żywiołowych działań sił rynkowych, lecz wynikały z wielostronnych uzgodnień między krajami członkowskimi, chociaż często poprzedzonych bardzo trudnymi negocjacjami. Z punktu widzenia trwałości systemu jednak ważne jest osiągnięcie porozumienia oraz fakt, iż żaden kraj do tej pory od niego nie odstąpił. Jak widać z tab. 3 najczęściej był korygowany kurs marki RFN, co można uzasadnić szczególną rolą, jaką odgrywa ona na rynkach kapitałowych Europy i w relacjach kursowych dolar - waluty EWG oraz silną pozycją gospodarki RFN w porównaniu z pozostałymi krajami. Ponadto na podstawie danych tab. 3 można podzielić kraje ESW na dwie grupy. W skład pierwszej wchodzi marka RFN, gulden holenderski i frank belgijski oraz od 1983 r. także korona duńska. Waluty te w całym okresie funkcjonowania ESW ulegały rewaluacji w stosunku do pozostałych. Drugą grupę tworzą kraje dewaluujące swoje waluty, a więc lir włoski i frank francuski. Podział ten odzwierciedla sytuację gospodarczą państw i prowadzoną przez nie politykę monetarną. Zwraca uwagę długi okres bez korekt kursów od 21 marca 1983 r. do 22 lipca 1985 r. oraz od 12 stycznia 1987 r. do 7 stycznia 1990 r.

Według raportu MFW na temat funkcjonowania ESW⁴⁵ zmienność kursów walut uczestniczących w mechanizmie kursowym uległa od 1979 r. zmniejszeniu (nominalnie i realnie). Potwierdzeniem tego są informacje zawarte w tab. 4, która zawiera porównanie zmienności walut w ESW w latach 1979-1985 i w latach 1974-1978 na tle zmienności walut spoza systemu.

Jak wynika z tab. 4 zmienność kursów walut biorących udział w mechanizmie kursowo-interwencyjnym ESW mierzona średnią współ-

⁴⁵ L. O r e g z i a k, 10 lat Europejskiego Systemu Walutowego, "Handel Zagraniczny" 1989, nr 1, s. 24.

Zmienność nominalnych bilateralnych kursów walut uczestniczących w mechanizmie kursowym ESW
w latach 1979-1985^a

Waluty	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	Średnia z lat	
								1974-1978	1979-1985
BEF	8,2	6,3	17,1	36,0	12,3	6,5	9,2	20,3	13,6
DKK	26,3	7,8	17,7	19,4	11,7	7,6	13,5	25,0	14,8
FRF	9,2	7,5	21,8	35,4	19,7	3,4	14,5	31,6	15,9
DEM	12,2	6,6	28,0	31,1	18,7	3,8	12,9	29,2	16,3
IEP	12,1	6,9	15,5	20,8	14,0	5,9	10,0	36,0	12,2
ITL	14,1	11,6	27,9	24,2	14,4	5,7	36,9	36,0	19,3
NLG	9,3	7,5	22,8	26,4	11,9	3,4	11,1	21,1	13,2
Średnia dla walut należących do mechanizmu kursowego ^b	13,0	7,7	21,5	27,7	14,7	5,2	15,4	28,4	15,1
GBP	35,3	52,3	44,6	29,5	44,2	19,6	38,8	32,7	37,8
YPY	78,9	88,2	32,8	26,9	56,3	27,5	26,3	44,5	48,1
USD	23,0	40,9	71,2	52,4	58,8	58,6	84,9	34,7	55,7
Średnia dla walut spoza mechanizmu kursowego ESW ^b	27,3	35,1	47,1	38,6	40,0	24,5	38,9	34,5	35,9

^a Średnie ważone (wagi na podstawie MERM - multilateral exchange rate model) zmienności nominalnych bilateralnych kursów walut wobec walut uczestniczących w mechanizmie kursowym ESW, przy zmienności mierzonej współczynnikiem zmienności (stanowiącym iloraz odchylenia standardowego i średniej) pomnożonym przez 1000, średnich miesięcznych kursów bilateralnych.

^b Średnie nie ważone.

Źródło: H. Ungerer, O. Evans, T. Mayer, P. Young, *The European Monetary System: Recent Developments*, International Monetary Fund, "Occasional Paper" No. 48, December 1986, s. 45.

czynników zmienności zmniejszyła się z 28,4 w latach 1974-1978 do 15,1 w okresie 1979-1985. Waluty będące poza systemem charakteryzowały się większym stopniem zmienności, który to dla analogicznych okresów zwiększył się z poziomu 34,5 do 35,9. Dane te uzasadniają stwierdzenie, że ESW zapewnił Europie Zachodniej względnie stabilniejsze warunki obsługi walutowej zagranicznych obrotów gospodarczych, minimalizując ryzyko kursowe w finansowaniu tych obrotów zarówno pomiędzy państwami EWG, jak i krajami trzecimi, a rozliczonymi w walutach krajów Wspólnoty.

Niezwykle pozytywnym efektem ESW jest dalsze pogłębienie i usprawnienie procesu konsultacji w zakresie prowadzonej przez poszczególne kraje polityki gospodarczej, głównie walutowo-finansowej, co korzystnie wpłynęło m. in. na spadek tempa inflacji i zmniejszenie jej rozpiętości pomiędzy poszczególnymi krajami.

Można powiedzieć, że skutki ESW wykraczają daleko poza jego główny cel, a mianowicie stworzenie dogodniejszych warunków dla rozwoju współpracy gospodarczej krajów EWG. Przede wszystkim udział krajów w mechanizmie stabilizacji zmusił rządy krajów członkowskich do ujednoczenia polityki gospodarczej, ponieważ utrzymywanie kursów walutowych w określonych granicach nie mogło być osiągnięte tylko za pomocą interwencji na rynkach walutowych.

Ujednoczenie polityki gospodarczej było równoznaczne z upowszechnieniem restrykcyjnej polityki monetarnej RFN, tzn. takiej, której celem jest wyeliminowanie zjawisk inflacyjnych. W związku z tym kraje, które prowadziły do tej pory ekspansywną politykę pieniężną skierowaną na wzrost gospodarczy musiały od niej odstępować. Przykładem takiego kraju jest Francja, dla której uczestnictwo w ESW oznaczało reorientację w polityce pieniężnej i gospodarczej. Kraj ten zredukował deficyt budżetowy, ograniczył masę pieniężną w obiegu wewnętrznym. Ponadto Francja podjęła decyzję o czasowym zamrożeniu cen, płac i zysków. Rozbieżność między tempem wzrostu cen detalicznych we Francji i RFN wynosiła, np. w 1988 r. 1,5 pkt, podczas gdy jeszcze w 1984 r. była na poziomie 5 pkt. Różnica między krajem o najniższej i najwyższej stopie inflacji wśród członków ESW (włoską i zachodnioniemiecką) wynosiła w 1980 r. 14,4 pkt, a w 1988 r. 3,8 pkt⁴⁶.

⁴⁶ M. S o w a, Europejski System Walutowy po 10 latach - dorobek i perspektywy, "Rynki Zagraniczne" 1989, nr 29, s. 3.

Ujednoczenie polityki gospodarczej krajów ESW przyniosło również zbliżenie innych wskaźników ekonomicznych. Zmniejszeniu uległo tempo wzrostu masy pieniężnej w obiegu z 10,1% w 1980 r. do 6,7% w 1987 r. Dużą zbieżność rezultatów zanotowano również w dziedzinie równoważenia bilansu obrotów bieżących. Nadal jednak utrzymują się rozbieżności w tempie wzrostu gospodarczego - w 1988 r. .2 pkt, co związane jest częściowo z koniecznością stosowania wyższych stóp procentowych w przypadku słabszych walut, które osłabiają aktywność gospodarczą tych krajów⁴⁷.

Dwunastoletnie doświadczenia związane z funkcjonowaniem ESW potwierdziły także fakt, iż nie stworzył on żadnego mechanizmu łagodzącego zakłócenia wewnątrz systemu, wynikające z wahań kursu dolara. Ogólnie można powiedzieć, że niemal w całym okresie widoczny był wpływ wahań kursu tej waluty na skuteczność działań podejmowanych w ramach systemu w celu zapewnienia stabilności walutowej. Działo się tak dlatego, gdyż marka RFN pozostawała nadal najatrakcyjniejszą walutą z punktu widzenia lokowania kapitałów krótkoterminowych. Deprecjacja dolara powodowała napływ kapitałów przede wszystkim do marki RFN, a w mniejszym stopniu do innych walut systemu. Aprecjacja marki "ciągnęła" za sobą pozostałe waluty ESW rodząc napięcia we wzajemnych relacjach kursowych. Władze monetarne RFN mogły łagodzić te napięcia poprzez zakup walut krajów członkowskich systemu za marki, bądź też mogły dokonywać zakupu dolarów za marki. Jak już wspomniano, interwencje drugiego typu, czyli w dolarach, przeważały nad interwencjami w walutach krajów członkowskich. Nie działa tu bowiem automatyzm w dostępie do kredytów EFWW udzielanych w walutach ESW, wobec czego kraje preferują dolara (walutę kraju trzeciego), gdyż nie powoduje to napięć, jakie mogą powstać w sytuacji wykorzystania waluty systemu. Można zatem powiedzieć, że jak dotąd brak większego sukcesu w ograniczaniu roli dolara jako waluty interwencyjnej stosowanej na rynku pieniężnym w celu zachowania odpowiednich relacji kursowych w ramach ESW, mimo iż porozumienie o utworzeniu systemu określało, że interwencje winny być w zasadzie przeprowadzane w walutach państw członkowskich⁴⁸.

⁴⁷ S o w a, *Europejski System...*, s. 3.

⁴⁸ L. O r e z i a k, *Europejski System Walutowy a stabilność kursów*, "Handel Zagraniczny" 1986, nr 4-5, s. 32.

Wpływ kursu dolara na funkcjonowanie ESW implikuje potrzebę podjęcia przez kraje należące do systemu skoordynowanej polityki wobec tej waluty. Jak do tej pory polityka ta okazała się trudna do uzgodnienia. Różnego rodzaju porozumienia między bankami centralnymi EWG a Systemem Rezerwy Federalnej w tej sprawie miały raczej charakter deklaracyjny i w niewielkim stopniu działały stabilizująco na kształtowanie się kursu dolara do walut EWG.

Według opinii francuskiego ministra finansów E. Balladur dopiero w 1987 r. i na początku 1988 r. można było zaobserwować stabilizacyjne efekty koordynacji polityk kursowych USA z krajami EWG. Jest to konsekwencja porozumienia z lutego 1987 r. w Paryżu⁴⁹.

Wydaje się, że łatwiej byłoby skoordynować politykę krajów EWG wobec dolara, gdyby marka nie odgrywała dominującej roli w systemie. Z uwagi jednak na jej kluczową pozycję w ESW, praktycznie władze monetarne RFN określają politykę systemu wobec dolara⁵⁰.

Inny element ESW, który miał powstać w dwa lata po wdrożeniu systemu, czyli w 1981 r., a mianowicie Europejski Fundusz Walutowy - nie doczekał się realizacji. W dalszym ciągu kraje deponują 20% swoich rezerw dolarowych i złota na zasadzie trzymiesięcznych operacji swapowych w EFWW.

Również mechanizm kredytowy, stanowiący jeden z głównych elementów systemu, nie został w pełni zrealizowany. Rola EFWW ogranicza się bowiem do funkcji ewidencjonowania kredytów udzielanych sobie wzajemnie przez banki centralne krajów członkowskich. W myśl pierwotnych założeń mechanizm kredytowy miał zapewnić krajom dostępność środków w celu podejmowania działań interwencyjnych.

Dwunastoletnie funkcjonowanie ESW dowodzi natomiast, że wspólna jednostka walutowa - ECU - podobnie jak i mechanizm kursowo-interwencyjny, okazała się dużym osiągnięciem.

Jak już podkreślano wcześniej, ECU jest kreowaną przez ESW walutą funkcjonującą w ramach systemu⁵¹. Wyrażone są w niej kursy

⁴⁹ E. Balladur, *Rebuilding an International Monetary System*, "Wall Street Journal", 23 February 1988; cyt. za: "Biuletyn Ekonomiczny PAP" 1988, nr 1584.

⁵⁰ O r e z i a k, *Dolar amerykański...*, s. 30.

⁵¹ A. Louw, *The Role of the ECU in the EMS and Its Other Official Function*, [w:] *Composite Currencies, SDRs, ECUs and Other Instruments*, "Euro-money" 1984, s. 47.

walutowe krajów EWG, służy jako podstawa działania tzw. wskaźnika odchylenia, dokonywane są w niej rozliczenia między bankami centralnymi dotyczące operacji interwencyjnych finansowanych w VSTF oraz pełni ona funkcje aktywu rezerwowego. Jednak nie oficjalna sfera zastosowania ECU zadecydowała o jej sukcesie, lecz sfera prywatna, czyli w operacjach między bankami komercyjnymi, przedsiębiorstwami a osobami fizycznymi⁵². Niski stopień wykorzystania ECU w obiegu oficjalnym można wytłumaczyć stabilizacją kursów w ESW oraz niską płynnością tej waluty. Wydaje się, że na rzecz poprawy sytuacji w tym zakresie mogłaby zadziałać integracja rynku oficjalnego z obiegiem prywatnym. Wówczas oficjalna ECU mogłaby być wykorzystana przez banki komercyjne.

ECU jest stosunkowo popularna na międzynarodowych rynkach pieniężnych i kapitałowych. Prywatny rynek ECU zaczął się rozwijać na początku lat osiemdziesiątych, czyli jakieś dwa lata po powstaniu rynku oficjalnego, a w latach 1981-1983 wykazywał się już bardzo dużą aktywnością. Wydaje się, że bezpośrednią przyczyną wzrostu zainteresowania banków komercyjnych operacjami w ECU były silne wahania kursów głównych walut kapitalistycznych i znaczące fluktuacje stóp procentowych. Wzrost zaufania do ECU wynikał z jej większej stabilności niż pozostałych walut, stosunkowo wysokiego oprocentowania zdenominowanych w niej instrumentów finansowych oraz niskich kosztów transakcyjnych operacji. W latach 1981-1983 użycie ECU wzrosło z 0,2% do 20%⁵³. ECU awansowała do roli jednej z głównych walut, w której prowadzone są operacje międzybankowe obejmujące rachunki w ECU, obrót czekowy, operacje *spot*, *forward*, depozyty jednoroczne, udzielane kredyty, przekazy pocztowe, telegraficzne i inne. Rośnie również liczba emisji certyfikatów depozytowych, coraz większego znaczenia nabiera rozliczanie płatności w formie akredytyw i inkasa dla kontraktów zdenominowanych i rozliczanych w ECU.

Jeszcze szersze zastosowanie zdobyła sobie ECU jako waluta emisji euroobligacji. Bardzo szybko stała się trzecią najważniejszą walutą w transakcjach obok dolara amerykańskiego i marki RFN.

⁵² L. O r a z i a k, ECU w międzynarodowym systemie walutowym, "Handel Zagraniczny" 1989, s. 24-29.

⁵³ B i l s k i, Europejski System Walutowy..., s. 89.

Udział tej jednostki w emisji obligacji wynosił w 1988 r. 5%. W latach 1985-1987 zaczęły się rozwijać transakcje opcyjne i futures w ECU. W 1988 r. zawarto ok. 150-200 tys. takich kontraktów⁵⁴. W 1987 r. po raz pierwszy weszły na giełdę w Luksemburgu akcje w tej walucie wyemitowane przez firmę belgijską, a w 1988 r. Bank Anglii wyemitował weksle skarbowe w ECU.

Trzeba podkreślić, że od 1981 r. komisja EWG upowszechnia obieg prywatny ECU, ale zróżnicowane narodowe reguły postępowania poszczególnych krajów Wspólnoty w stosunku do prywatnej sfery zastosowania tej waluty nie sprzyjały rozwojowi rynku. Od 1987 r. wszystkie kraje traktują ECU jako zagraniczną walutę. Również stanowisko MFW wobec ECU uległo ewolucji od początkowego sceptycyzmu do akceptacji tej waluty w ostatnich latach, czego dowodem jest emisja obligacji denominowanych w ECU.

Mimo iż Komisja EWG prowadzi działania na rzecz promowania ECU jako waluty transakcyjnej, to jednak jej rola w tym zakresie jest niewielka⁵⁵. Wszystkie duże projekty Wspólnoty są fakturowane w ECU na wyraźne życzenie Komisji EWG. Poza tym, jedynie przedsiębiorstwa Francji i Włoch używają ECU jako waluty fakturowania handlu. Jak wskazuje L. Oręziak⁵⁶ procentowy udział ECU jako waluty fakturowania handlu wynosił w 1985 r. niecały 1%.

Ogólnie biorąc ECU jako waluta fakturowania stosowana jest przede wszystkim w transakcjach handlowych realizowanych wewnątrz EWG, w mniejszym zaś zakresie w stosunkach handlowych przedsiębiorstw Wspólnoty z krajami trzecimi.

Na podstawie przeprowadzonych rozważań za uzasadnioną należy uznać tezę, że Europejski System Walutowy jest dużym osiągnięciem krajów EWG na drodze do realizacji jednolitego obszaru walutowego. Dwanaście lat funkcjonowania ESW dowodzi, że dwa jego główne elementy, a mianowicie mechanizm stabilizacji kursów oraz wspólną jednostkę walutową należy ocenić pozytywnie. Niezwykle cennym efektem działania ESW jest ograniczenie wahań kursów wzajemnych walut narodowych państw członkowskich i korzystny wpływ systemu na

⁵⁴ S o w a, *Europejski System...*, s. 3.

⁵⁵ L. O r e z i a k, *ECU w transakcjach handlowych*, "Handel Zagraniczny" 1989, nr 6, s. 28-32.

⁵⁶ O r e z i a k, *ECU w transakcjach...*, s. 31.

rozwój współpracy w dziedzinie monetarnej pomiędzy krajami członkowskimi oraz ujednoczenie polityki gospodarczej krajów EWG. Do osiągnięć należy dodać wzrost roli ECU w międzynarodowym systemie walutowym zarówno w sferze obrotów oficjalnych pomiędzy bankami centralnymi, jak i w obrocie prywatnym.

Mimo tych pozytywnych elementów w funkcjonowaniu ESW wydaje się, iż ich egzystencja w obecnym kształcie stoi pod znakiem zapytania po przekształceniu EWG w unię walutową.

Wiesława Włodarczyk-Guzek

EUROPEAN MONETARY SYSTEM -
STRUCTURE AND MECHANISM OF ITS OPERATION

The article is an attempt to evaluate the European Monetary System after twelve years of its operation.

The starting point for the analysis is the genesis of the system. Next, there are discussed goals and principles on which its operation is based. This is followed by the presentation of its elements such as ECU - a common monetary unit which is its axis, the currency exchange-intervention mechanism, the indicator of divergence, and the credit mechanism.

The next part of the article deals with the past operation of the European Monetary System. This part of the analysis allowed to show some shortcomings of the system and emphasis its main achievements.

It is stressed that changes in currency exchange rates within the framework of the European Monetary System were not too frequent and in this respect the goal of the system was fully achieved. On the other hand, the European Monetary System failed to create mechanism cushioning internal disturbances resulting from fluctuations in the dollar exchange rate.

Similarly to the currency exchange-intervention mechanism the common monetary unit-ECU proved also to be a great success. Other positive elements of the system include the adoption of economic policies pursued by particular countries belonging to the system.

On the other hand, the credit mechanism constituting one of the main elements of the system has not been fully realized.

Despite many positive elements in the operation of the European Monetary Fund their existence in the present form may be questionable once the European Community is transformed into a monetary union.