

DOROTA ŻUCHOWSKA

EWOLUCJA WSPÓŁCZESNEGO MIĘDZYNARODOWEGO SYSTEMU WALUTOWEGO – INTEGRACJA CZY DEZINTEGRACJA?

WSTĘP

Po upadku Systemu z Bretton Woods w sferze międzynarodowych stosunków finansowych mamy do czynienia z nieustannymi zmianami, determinowanymi przede wszystkim przez procesy globalizacji i liberalizacji przepływów kapitałowych. Odejście od kursów stałych oraz zniesienie parytetu złota spowodowało nasilenie wahań na rynkach walutowych i pogłębianie nierównowag globalnych. Zdaniem części ekonomistów świat od niemal czterdziestu lat jest pozbawiony systemu porządkującego międzynarodowe relacje walutowe, współcześnie mamy więc do czynienia z „non-systemem”, czy „quasi-systemem”¹. Według optyki innej grupy badaczy, którą przyjęto także w niniejszym artykule, mimo braku ścisłego regulowania międzynarodowych stosunków finansowych, obecny system wielowalutowy spełnia zasady międzynarodowego systemu walutowego (msw)².

Zasadne więc – zwłaszcza z perspektywy ostatniego kryzysu globalnego – wydaje się sformułowanie pytania o kierunek dotychczasowej ewolucji

¹ Zob. m.in. R. A. Mundell, *Poverty, Growth and the International Monetary System*, Asian Development Bank 2001, s. 19; W. M. Corden, *Economic Policy, Exchange Rates and the International System*, Oxford University Press 1994, s. 165.

² Por. m.in. H. R. Heller, *Money and the International Monetary System*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 1989, no. 2, s. 65; B. Eichengreen, N. Sussman, *International Monetary System in the (Very) Long Run*, „IMF Working Paper” 2000, no. 43, s. 3. Więcej na temat różnych stanowisk ekonomistów odnośnie funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego po 1971 r. czytaj w: J. Gold (red.), *Legal and Institutional Aspects on the International Monetary System*, vol. II: *International Monetary Found*, Washington D.C. 1984, s. 69–73.

współczesnego międzynarodowego systemu walutowego: czy mamy do czynienia z jego integracją, czy raczej dezintegracją? Tak postawiony problem badawczy wymaga z jednej strony przekrojowej analizy funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego, przeprowadzonej przez pryzmat jego trzech kluczowych elementów: mechanizmów kursowych, struktury rezerw walutowych i procesów dostosowawczych³, z drugiej natomiast – podjęcia próby oceny wymiaru instytucjonalnego międzynarodowego systemu walutowego, czyli działalności Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

PODSTAWY PRAWNE I ZASADY FUNKCJONOWANIA WSPÓŁCZESNEGO MIĘDZYNARODOWEGO SYSTEMU WALUTOWEGO

Współczesny międzynarodowy system walutowy jest określany najczęściej mianem zmodyfikowanego systemu z Bretton Woods, systemu wielodewizowego oraz systemu z Kingston. Podstawami prawnymi tego systemu stały się reformy uzgodnione podczas porozumienia w Kingston na Jamajce w 1976 roku i uchwalone w kwietniu 1978 roku jako druga poprawka do Statutu MFW. Zakładały one⁴:

- 1) zniesienie zasady stałych kursów walut – kraje członkowskie uzyskały swobodę wyboru reguł kursowych, a jednocześnie zostały zobowiązane do prowadzenia polityki kursowej pod nadzorem MFW i w zgodzie z celami tej instytucji;
- 2) przyjęcie zasady, że raz przyjęte reguły kursowe powinny być przestrzegane, a ich zmiana wymaga zatwierdzenia przez Fundusz;
- 3) zobowiązanie członków MFW do prowadzenia polityki gospodarczej i finansowej sprzyjającej stabilizacji zewnętrznej i wewnętrznej;
- 4) anulowanie obowiązku ustalania parytetów walut narodowych w złocie oraz urzędowych cen złota i wprowadzenie zakazu jakiegokolwiek odnośzenia walut narodowych do złota;
- 5) przyjęcie SDR (*Special Drawing Rights*) jako głównego składnika rezerw walutowych.

³ Fundamenty międzynarodowego systemu walutowego przyjęto za: J. Williamson, *International Monetary Reform and the Prospects for Economic Development*, [w:] J. J. Teunissen (red.), *Fragile Finance: Rethinking the International Monetary System*, Fondad, January 1992, s. 86.

⁴ Zob. szerzej, M. Jurek, *Pojęcie, właściwości i przemiany wielonarodowych systemów walutowych*, cz. II, „Bank i Kredyt” 2005, nr 3, s. 22–23 oraz J. Dudziński, H. Nakonieczna-Kisiel (red.), *Międzynarodowe stosunki finansowe. Wybrane problemy*, Wydawnictwo Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2006, s. 105–106.

Propozycję wprowadzenia nowego bezgotówkowego pieniądza międzynarodowego SDR w celu zwiększenia płynności międzynarodowej przyjęto już w 1967 roku w Rio de Janeiro⁵. Kraje członkowskie Międzynarodowego Funduszu Walutowego zostały – proporcjonalnie do udziałów – uczestnikami rachunku SDR prowadzonego w MFW. Suma emisji SDR stała się tym samym składnikiem oficjalnych rezerw walutowych i mogła być wykorzystywana m.in. do zakupu walut obcych w celach płatniczych z tytułu wymiany za granicą⁶. Początkowo SDR miały parytet równy 1/35 uncji złota, zaś od 1974 roku kurs jednostki ustalany był w stosunku do koszyka walut, co oznaczało formalne oderwanie pieniądza od parytetu złota⁷.

Ponadto MFW wypracował ogólne zasady (*Guidelines*), którymi powinni się kierować zarówno członkowie przy regulowaniu kursu, jak i Fundusz przy sprawowaniu funkcji nadzorczej. Wytyczne te określały, że kraje członkowskie powinny przeciwdziałać zakłóceniom rynkowym spowodowanym przez ruchy gorącego pieniądza, unikając przy tym manipulowania kursem w sposób sprzeczny z interesami partnerów i względami międzynarodowej równowagi płatniczej. Zobowiązywały także członków MFW do dostarczania niezbędnych informacji na temat polityki walutowej i gospodarczej danego kraju⁸. Zarówno postanowienia drugiej poprawki do statutu MFW, jak i dyrektyw wykonawczych, określały ramy, w jakich w ostatnich dziesięcioleciach funkcjonował współczesny międzynarodowy system walutowy. Dotyczyły one w szczególności prowadzonej przez kraje członkowskie polityki kursowej i możliwości wyboru stosowanych przez nie reżimów kursowych.

TENDENCJE W WYBORZE MECHANIZMÓW KURSOWYCH

Po rozpadzie systemu dewizowo-złotego państwa członkowskie MFW uzyskały swobodę wyboru mechanizmu kursowego (*exchange rate regime*), tj. zasad ustalania kursu walutowego, jego ewentualnej regulacji i zmian oraz interwencji walutowych, mających na celu stabilizację kursu. W praktyce gos-

⁵ Została ona wprowadzona w życie 28 lipca 1969 r. jako pierwsza poprawka do Statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Pierwsza alokacja 3,5 mld SDR odbyła się 1 stycznia 1970 r., zob. *IMF Chronology*, www.imf.org (8.10.2011).

⁶ M. Jurek, op. cit., s. 19.

⁷ Więcej na temat znaczenia SDR czytaj w: P. B. Clark, J. J. Polak, *International Liquidity and the Role SDR in the International Monetary System*, „IMF Working Paper”, WP/02/217.

⁸ K. Lutkowski, *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, PWN, Warszawa 2007, s. 129–131.

podarczej lat 70. i 80. wykształciły się więc różne systemy kursów walutowych. Wprowadzona w 1982 roku przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy klasyfikacja mieściła w sobie następujące rozwiązania w zakresie polityki kursowej⁹:

- 1) wiązanie kursu waluty z kursem pojedynczej waluty;
- 2) wiązanie kursu waluty z koszykiem walut;
- 3) kierowaną elastyczność kursu;
- 4) kształtowane niezależne kursy płynne;
- 5) współpracę.

Ze względu na upowszechnianie się pośrednich rozwiązań kursowych, a także pojawiające się tendencje do regionalizacji i tworzenia obszarów walutowych w 1999 roku MFW wprowadził nową klasyfikację istniejących oficjalnie mechanizmów kursowych, w której brane są pod uwagę następujące kryteria: elastyczność kursu walutowego, sposób definiowania wartości walut, stopień niezależności polityki monetarnej, jawność polityki walutowej¹⁰. Obejmuje ona osiem mechanizmów kursowych¹¹:

- 1) porozumienie walutowe wykluczające istnienie pieniądza krajowego (*exchange arrangements with no separate legal tender*);
- 2) izba walutowa (*currency board arrangement*);
- 3) konwencjonalne stałe kursy walutowe (*conventional fixed pegged arrangements*);
- 4) kursy stałe z marżami wahań (*pegged exchange rate within horizontal bands*);
- 5) pełzający parytet (*crawling peg*);
- 6) pełzające pasmo wahań (*crawling band*);
- 7) kurs płynny kierowany bez określonej z góry wysokości kursu (*managed floating with no predetermined path for the exchange rate*);
- 8) kurs płynny niezależny (*independently floating*).

W celu dokonania analizy ewolucji stosowanych w ostatnich trzech dziesięcioleciach systemów kursowych, przyjęto podział trójbiegunowy na: kursy sztywne (*hard pegs*), rozwiązania pośrednie (*intermediate*) i kursy płynne (*floats*)¹². W niniejszym artykule do kategorii kursów sztywnych zaliczone zostały kraje stosujące izbę walutową (*currency board*) oraz te, które zrezygno-

⁹ A. Budnikowski (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2001, s. 170–171.

¹⁰ K. S. Rogoff, A. M. Husain, A. Mody, R. Brooks, N. Oomes, *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, IMF, Washington D.C. 2004, s. 5.

¹¹ *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, IMF 2003.

¹² Szerzej ten temat zasadności trójpodziału systemów kursowych czytaj w: S. Fisher, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 15,

wały z własnej waluty poprzez przystąpienie do unii walutowej lub przyjęcie waluty innego państwa (tzw. dolaryzacja), a także kraje stosujące system konwencjonalnego kursu stałego, czyli z dopuszczalnym pasmem wahań $\pm 1\%$ do kursu centralnego¹³. Kategoria kursów płynnych obejmuje z kolei gospodarki, które stosują system niezależnego kursu płynnego. Natomiast do kategorii pośrednich reżimów kursowych zaliczono wszystkie pozostałe rozwiązania. Tabela 1 przedstawia ewolucję systemów kursowych w latach 1980–2007 według klasyfikacji obejmującej formalne deklaracje krajów członkowskich, natomiast w tabeli 2 przyjęto faktycznie stosowane mechanizmy kursowe.

Tabela 1. Ewolucja systemów kursowych w latach 1980–2007 – klasyfikacja *de jure* (w %)

SYSTEMY KURSOWE	CAŁY OKRES	PODOKRESY		
	1980–2007	1980–1989	1990–1999	2000–2007
Sztywne	35,5	39,2	30,8	37,1
Pośrednie	45,2	52,1	46,0	37,1
Płynne	19,4	8,7	23,3	25,8

Źródło: Dane MFW oraz A. R. Gosh, J. D. Ostry, Ch. Tsangarides, *Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System*, „Occasional Paper” 2010, no. 270, IMF, s. 38.

Tabela 2. Ewolucja systemów kursowych w latach 1980–2007 – klasyfikacja *de facto* (w %)

SYSTEMY KURSOWE	CAŁY OKRES	PODOKRESY		
	1980–2007	1980–1989	1990–1999	2000–2007
Sztywne	42,7	46,1	37,1	46,2
Pośrednie	45,8	50,1	49,7	36,6
Płynne	11,5	3,9	13,2	17,2

Źródło: jak w tab. 1.

Przed dokonaniem szczegółowej analizy tendencji występujących w zakresie systemów kursowych we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym należy podkreślić, że stosowane *de facto* rozwiązania kursowe wyraźnie różnią się od tych deklarowanych *de jure*. Jak pokazują dane z ta-

no. 2, Spring 2001, s. 3–5; M. D. Bordo, *Exchange Regimes Choice in Historical Perspective*, „IMF Working Paper”, WP/03/160, s. 4.

¹³ Od 2007 r. MFW zmienił zasady klasyfikacji systemów kursu walutowego dla państw, które są członkami unii monetarnej. Kraje te wcześniej zaliczane do porozumienia walutowego wykluczającego istnienie pieniądza krajowego są obecnie klasyfikowane do mechanizmu kursowego, które charakteryzuje tę grupę krajów w stosunkach z pozostałymi krajami świata, np. kraje strefy euro zalicza się do systemów kursu płynnego. Jednak ze względu na ciągłość analizy w zestawieniach nie uwzględniono tej formalnej zmiany.

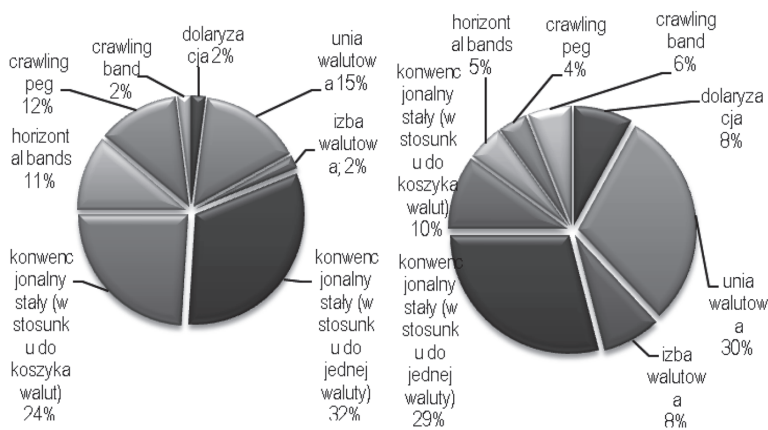
beli 1 i 2 różnice te w poszczególnych podokresach sięgają nawet do 10 pkt. proc. Takie decyzje władz monetarnych, które formalnie pozostają przy jakimś rozwiązaniu kursowym, mimo że w rzeczywistości prowadzą inną politykę kursową, w literaturze światowej określa się – w zależności od kierunku podejmowanych w tym zakresie działań – mianem *fear of floating* lub *fear of pegging*¹⁴. To zjawisko, które dotyczy przede wszystkim gospodarek rozwijających się, można traktować jako jedną z przesłanek dezintegracji współczesnego międzynarodowego systemu walutowego, wskazuje ono bowiem z jednej strony na fakt nieadekwatności formalnych rozwiązań kursowych w stosunku do prowadzonej w praktyce polityki kursowej poszczególnych krajów, a z drugiej na brak wypełniania przez niektóre kraje członkowskie kluczowych zasad międzynarodowego systemu walutowego. Wiąże się to zarówno z nieinformowaniem MFW o faktycznie stosowanym systemie kursu walutowego, a więc utrudnianiem Funduszowi sprawowania funkcji nadzorczych, jak też prowadzeniem polityki kursowej sprzyjającej przede wszystkim stabilizacji wewnętrznej, niejednokrotnie kosztem trwałej nierównowagi zewnętrznej.

W latach 1980–2007 – biorąc pod uwagę faktycznie stosowane przez członków MFW systemy kursowe – można zaobserwować wyraźną tendencję do wzrostu znaczenia systemów kursu płynnego w międzynarodowym systemie walutowym (z niespełna 4% w latach 80. do średnio ponad 17% w pierwszym dziesięcioleciu XXI wieku – zob. tab. 2). Widoczny jest również spadek procentowego udziału krajów stosujących pośrednie rozwiązania kursowe – o prawie 14 pkt. proc. w okresie 2000–2007 w porównaniu z okresem lat 80. Proces odchodzenia od pośrednich systemów kursowych w kierunku rozwiązań skrajnych nasilił się bowiem po szeregu destabilizujących kryzysach walutowych, jakie miały miejsce w różnych częściach świata w latach 90., a które – w warunkach zglobalizowanej gospodarki światowej i rosnącej skali liberalizacji przepływów kapitałowych – ujawniły liczne słabości w funkcjonowaniu niektórych mechanizmów kursowych¹⁵.

¹⁴ Zob. m.in. G. A. Cavlo, C. M. Reinhart, *Fear of Floating*, NBER Working Paper Series, no. 7993, November 2000; J. von Hagen, J. Zhou, *Fear of Floating and Fear of Pegging: An Empirical Analysis of de Facto Exchange Rate Regimes in Developing Countries*, „CEPR Discussion Paper”, no. 5530.

¹⁵ Pod koniec lat 90. pojawiła się nawet hipoteza o zanikaniu rozwiązań pośrednich (zob. m.in. J. A. Frankel, *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, „Essays in International Finance”, no. 215, Princeton University, New Jersey 1999; B. Eichengreen, P. Mason, M. Savastano, S. Sharma, *Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility*, „Essay in International Finance”, no. 213, Princeton University, New Jersey 1999, s. 36. Jednak – jak pokazują liczne badania empiryczne – poza przejściowym spadkiem znaczenia tych rozwiązań kursowych, nie nastąpił trwały proces odchodzenia od tych systemów kursowych, wzrost zainteresowania tymi reżimami miał miejsce ponownie po 2008 r.

Interesująco przedstawia się także ewolucja sztywnych reżimów kursowych. O ile w latach 90. nastąpił spadek znaczenia sztywnych rozwiązań kursowych w architekturze międzynarodowego systemu walutowego (z 46,1% do 37,1%), to po 2000 roku zauważalny jest ponowny wzrost do poziomu 46,2% – zob. tab. 2. Warto więc przyjrzeć się dokładnie kształtowaniu się mechanizmów kursowych zaliczanych do tej kategorii oraz do pośrednich reżimów kursowych. Porównanie udziału poszczególnych mechanizmów kursowych w sztywnych i pośrednich systemach kursu walutowego w 1990 roku oraz w 2001 roku zaprezentowane na rys. 1 pozwoli na uchwycenie najważniejszych źródeł zmian.



Rysunek 1. Porównanie udziału różnych mechanizmów kursowych w sztywnych i pośrednich systemach kursowych w 1990 i 2001 roku (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Analiza porównawcza stosowanych w 1990 i 2001 roku sztywnych i pośrednich mechanizmów kursowych pokazuje, że w tej grupie systemów kursowych nastąpił znaczny wzrost znaczenia rozwiązań takich jak dolaryzacja (o 6 pkt. proc.), unia walutowa (o 15 pkt. proc.) oraz izba walutowa (o 6 pkt. proc.), kosztem pozostałych mechanizmów kursowych. Te zmiany wiążą się przede wszystkim z tendencjami do walutowej integracji regionalnej i są szczególnie widoczne po formalnym utworzeniu w 1999 roku Europejskiej Unii Monetarniej, obejmującej grupę krajów Unii Europejskiej, które wprowadziły wspólną walutę euro. Obok tej unii jednawalutowej opartej na jednolitym pieniądzu – mającej największe znaczenie dla gospodarki światowej – obecnie funkcjonują także unie jednawalutowe oparte na jednostce pieniężnej państwa dominującego: Zachodnioafrykańska Unia Monetarna, Środkowoafrykańska Wspólnota Monetarna, Wschodniokaraibska Unia Monetarna i Wspólny Obszar Monetarny

(strefa Randa)¹⁶. Zacieśnienie współpracy walutowej między krajami jest jednym z następstw przemian w dziedzinie międzynarodowych stosunków finansowych i ma ono bez wątpienia wpływ na architekturę międzynarodowego systemu walutowego. Utworzenie unii monetarnej wiąże się z eliminacją kursów walutowych uczestników unii oraz utratą przez nich możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej, wymusza bowiem scalenie narodowych systemów walutowych w całość, czyli regionalny system walutowy¹⁷. Można więc sformułować twierdzenie, że procesy integracji w skali regionalnej, zmierzające do powstania nowych regionalnych systemów walutowych, wymagają przekształcenia dotychczas istniejącej struktury systemów kursowych, czyli w pewnym sensie dezintegracji międzynarodowego systemu walutowego.

ZMIANY W STRUKTURZE REZERW DEWIZOWYCH. WALUTY MIĘDZYNARODOWE WE WSPÓŁCZESNYM MIĘDZYNARODOWYM SYSTEMIE WALUTOWYM

Obok wyraźnej ewolucji mechanizmów kursowych, we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym mamy do czynienia ze znacznymi zmianami w strukturze rezerw walutowych. Od upadku Systemu z Bretton Woods rozpoczął się proces sukcesywnego spadku udziału złota w rezerwach walutowych i dywersyfikacji rezerw walutowych. Wiązało się to przede wszystkim z przejściem w kierunku wzrostu udziału walut zagranicznych jako składnika rezerw walutowych krajów członkowskich MFW. Dywersyfikacja rezerw walutowych stanowiła przejaw dążenia krajowych władz monetarnych do ochrony przed stratami w warunkach płynnych kursów walutowych, umożliwiała bowiem zachowanie względnie stabilnej siły nabywczej tych rezerw. Była również uwarunkowana spadkiem pozycji dolara USA w gospodarce światowej oraz wzrostem zainteresowania silnymi walutami krajów europejskich, a później ECU – wspólną jednostką monetarną w krajach EWG.

W tabeli 3 zaprezentowano strukturę oficjalnych rezerw walutowych w latach 1991–2011, natomiast na wykresie 1 przedstawiono udziały poszczególnych walut w oficjalnych rezerwach dewizowych w okresie 1987–2009¹⁸.

¹⁶ Szerzej na temat funkcjonowania unii walutowych na świecie czytaj w: P. Młodkowski, *Pozaeuropejskie unie monetarne*, PWN, Warszawa 2007.

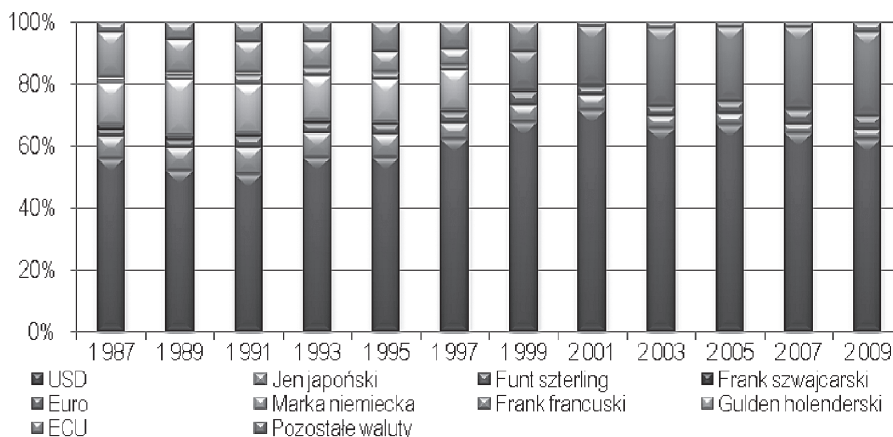
¹⁷ M. Jurek, P. Marszałek, *Pieniądz, polityka pieniężna i systemy kursowe. Współczesne teorie i rozwiązania praktyczne*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 176–186.

¹⁸ Należy zwrócić uwagę, że komplementarne dane na temat struktury walutowej rezerw walutowych nie są dostępne. Najobszerniejsze informacje na ten temat można znaleźć w bazie COFER Międzynarodowego Funduszu Walutowego, jednak obejmują one wyłącznie dane po-

Tabela 3. Oficjalne rezerwy walutowe w latach 1991–2011 (w %)

RODZAJE REZERW	1991	1993	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2009	2011 (III)
Złoto	25,6	25,5	19,3	13,1	13,0	10,8	10,8	9,6	9,5	10,0	11,1
Pozycje rezerwowe w MFW	2,9	3,2	2,9	3,2	3,5	3,0	2,8	0,9	0,3	0,6	1,0
SDR	2,3	1,4	1,6	1,4	1,2	1,0	0,8	0,6	0,4	3,3	2,7
Waluty zagraniczne	69,2	69,9	76,2	82,3	82,3	85,2	85,6	88,9	89,8	86,0	85,1
Razem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF Annual Report (różne roczniki).



Wykres 1. Udziały poszczególnych walut w oficjalnych rezerwach dewizowych (w %, stan na koniec roku)

Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF Annual Report (różne roczniki).

W ostatnim dwudziestolecu można zaobserwować spadek procentowego udziału złota w światowych rezerwach walutowych z 28,5% w 1991 roku do 9,5% w 2007 roku i jego nieznaczny wzrost (o 1,6 pkt. proc) w następstwie światowego kryzysu finansowego. Udział walut zagranicznych w rezerwach walutowych kształtował się w przedziale od 69,2% w 1991 roku do 89,8% i wykazywał tendencję rosnącą. Dopiero w 2009 r., nastąpił spadek o 3,8 pkt. proc., a w 2011 o dalsze 0,9 pkt. proc. Kluczową rolę wśród walut zagranicznych wchodzących w skład rezerw dewizowych odgrywa niezmiennie dolar amerykański (zob. wykres 1). O ile w tej walucie kraje członkowskie MFW jeszcze w 1979 roku przechowywały 73,29% swoich rezerw waluto-

dawane przez banki centralne, które ujawniają MFW strukturę walutową swoich rezerw (nie ma wśród nich informacji o strukturze rezerw walutowych m.in. Chin).

wych, to w 1987 roku było to 56%, a w 1989 roku 51,9%. W latach 80., po okresie niekwestionowanej dominacji dolara trwającej od zakończenia drugiej wojny światowej, nastąpił bowiem proces poszukiwania alternatywnych wobec dolara rezerw, czyli wzrostu znaczenia innych walut, głównie marki niemieckiej, franka francuskiego oraz jena japońskiego¹⁹. Istotnym składnikiem rezerw walutowych była wówczas również wspólna jednostka monetarna ECU. Największą rolę pod koniec lat 80. spośród „konkurentów” dolara odgrywała marka niemiecka, która w 1989 roku osiągnęła historycznie największy udział w rezerwach walutowych na poziomie 18%²⁰. Obok marki, w 1989 roku 10,5% udziału w oficjalnych rezerwach dewizowych miało ECU, 7,3% – jen japoński, 2,6% – funt szterling, po 1,4% frank szwajcarski i frank francuski, 1,1% gulden holenderski. Pozostałe waluty obejmowały 5,7% rezerw dewizowych. W latach 90. mieliśmy do czynienia z ponownym wzrostem znaczenia dolara w skali międzynarodowej (udział w rezerwach walutowych zwiększył się z 50,9% w 1991 roku do 71,5% w 2001 roku), było to związane z prowadzeniem przez Stany Zjednoczone tzw. „polityki silnego dolara”²¹, której nie zagroziło nawet wprowadzenie 1 stycznia 1999 roku do obiegu międzynarodowego wspólnej waluty euro. Jak pokazuje wykres 1, w 1999 roku udział euro w oficjalnych rezerwach dewizowych wynosił zaledwie 12,6% i w przybliżeniu odpowiadał jedynie wcześniejszemu udziałowi marki niemieckiej w całości rezerw. Początkowo wspólnej walucie nie udało się nawet osiągnąć pozycji równej sumie walut narodowych, jakie zastępowała. Ta słaba pozycja euro wynikała przede wszystkim z niskiego kursu waluty w stosunku do dolara. Trend ten odwrócił się dopiero w 2001, co związane było z systematycznym wzrostem zaufania wobec euro i przełożyło się na wzrost (do poziomu 19,2%) udziału euro w oficjalnych rezerwach dewizowych. Kolejne lata umocniły międzynarodową pozycję wspólnej waluty – w 2009 roku stanowiła ona ponad 1/4 całości oficjalnych rezerw dewizowych.

Obecnie w międzynarodowym systemie walutowym mamy więc do czynienia z modelem opartym na dwóch głównych walutach międzynarodowych

¹⁹ Więcej na temat alternatywnych w stosunku do dolara składników rezerw walutowych czytaj w: J. Nugée, *Reconsidering the Reserve Currency Question*, [w:] P. Subacchi, J. Driffill (red.), *Beyond the Dollar. Rethinking the International Monetary System*, Chatham House, London, March 2010, s. 13.

²⁰ Wzrost potencjału tej waluty został zahamowany w latach 90., kiedy to gospodarka niemiecka borykała się m.in. z problemami wynikającymi z procesu zjednoczenia Niemiec.

²¹ Szerzej na ten temat czytaj w: I. Pszczółka, *Międzynarodowa rola dolara amerykańskiego*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska, J. Handschke (red.), *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, „Zeszyty Naukowe” 2010, nr 143, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, s. 524.

– dolarze i euro. Należy jednak podkreślić, że zakres stosowania waluty amerykańskiej nie odzwierciedla aktualnie realnej siły i roli gospodarki USA (spadek znaczenia gospodarki amerykańskiej trwa od 1999 roku, kiedy to jej udział w światowym PKB wynosił 24%, a w 2009 roku zaledwie 20%), a w większym stopniu wynika z efektów sieci i inercji oraz rozwoju rynków finansowych²². Pogłębiający się kryzys strefy euro ujawnił natomiast poważne problemy drugiej kluczowej waluty w systemie. W obliczu niepewnej przyszłości, jeszcze wyraźniej widoczny jest brak alternatywy w stosunku do kluczowych walut świata. Nie może jej z pewnością stanowić jednostka monetarna SDR. Jak pokazują dane z tabeli 3, udział pozycji rezerwowej MFW oraz SDR był relatywnie niski i wahał się w wąskich przedziałach, nie przekraczając 3,5%. SDR nie osiągnęły więc – mimo początkowych oficjalnych deklaracji, że staną się one głównym składnikiem rezerw – znaczącej pozycji jako waluta rezerwowa. Było to związane przede wszystkim z brakiem woli ze strony najbogatszych państw świata do rozwoju systemu SDR²³. Główną rolę odegrało tutaj stanowisko Stanów Zjednoczonych, które nie były zainteresowane popieraniem jednostki międzynarodowej, mogącej zagrozić pozycji dolara w finansach międzynarodowych²⁴. Ponadto kraje europejskie, które początkowo popierały ideę rozwoju SDR, od lat 80. skupiły się na tworzeniu Europejskiego Systemu Walutowego oraz wzmacnianiu pozycji ECU w światowych finansach. Proces ten był kontynuowany od 1999 roku poprzez promowanie euro jako waluty międzynarodowej. Pewien wzrost zainteresowania pozycją SDR w finansach międzynarodowych nastąpił dopiero w reakcji na kryzys globalny, w związku z lobbowaniem niektórych krajów, przede wszystkim Chin na rzecz zwiększenia roli SDR jako ewentualnego substytutu wobec dolara²⁵. W sierpniu 2009 roku – w celu stabilizacji płynności w światowym systemie finansowym, zachwianej w związku z wystąpieniem globalnego kryzysu – została przeprowadzona trzecia w historii funkcjonowania SDR alokacja tych jednostek, która pozwoliła zwiększyć płynność o 161,2 mld SDR. Ponadto 9 września 2009 roku w ramach specjalnej alokacji wyemitowano

²² Charakterystyka czynników wpływających na pozycję dolara w międzynarodowym systemie walutowym została przedstawiona szczegółowo w: NBP, *Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym*, DISE, Grudzień 2010, s. 5–7.

²³ Więcej na ten temat czytaj w: J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 126–127.

²⁴ Zgodnie z rozkładem głosów na forum MFW, bez poparcia Stanów Zjednoczonych, które dodatkowo posiadają szczególne uprawnienia dotyczące wyboru dyrektora zarządzającego Funduszu, nie jest możliwe podjęcie żadnej uchwały.

²⁵ I. Mateos y Lago, R. Duttagupta, R. Goyal, *The Debate on the International Monetary System*, IMF, November 11, 2009, s. 9.

21,5 mld SDR²⁶. Było to efektem uchwalenia 10 sierpnia 2009 roku czwartej poprawki do Statutu MFW, która umożliwiła zasilenie rezerw walutowych wszystkich państw członkowskich MFW. Jak zauważa I. Pszczółka, szansą dla SDR mógłby okazać się wzrost wartości kolejnych alokacji, a także zabiegi krajów (głównie Chin, Rosji, Brazylii i Indii), które w wyniku obaw o wartość swoich rezerw zgromadzonych w dolarach amerykańskich, proponują zwiększenie znaczenia innych walut w koszyku SDR kosztem waluty amerykańskiej²⁷. Przyszłość SDR jako pieniądza światowego będzie więc w znacznym stopniu zależała od dalszego sposobu działania Międzynarodowego Funduszu Walutowego²⁸.

PROCESY DOSTOSOWAWCZE A NARASTANIE NIERÓWNOŚCI GLOBALNYCH

Odejście od kursów stałych i wprowadzenie kursów płynnych miało – zgodnie z założeniami – rozwiązać problem równowagi zewnętrznej we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym. Wydawało się, że rynek będzie najlepszym arbitrem w ustalaniu właściwych parytetów kursowych²⁹. Niestety rzeczywistość gospodarcza pokazała, że elastyczność kursu nie wystarczyła do eliminacji zakłóceń płatniczych. W warunkach postępującej liberalizacji handlu i przepływów kapitałowych władze monetarne poszczególnych krajów nie mogły skutecznie dysponować instrumentami oddziaływania na bilans płatniczy. Z biegiem lat narastał problem wykształcania się grupy krajów o stałych nadwyżkach bilansu płatniczego i krajów deficytowych, pogłębiający się za sprawą występującej w skali międzynarodowej asymetrii procesów dostosowawczych³⁰. Na wykresie 2 pokazano kształtowanie się salda bilansów bieżących w wybranych gospodarkach świata w ostatnim trzydziestoleciu. Widać wyraźnie tendencję do utrwalania i pogłębiania się (do 2006 r.) deficytu Stanów Zjednoczonych, słusznie określanego mianem największego dłużnika świata, a także do umacniania się nadwyżki w takich krajach jak Chiny, Niemcy, Japonia czy Rosja.

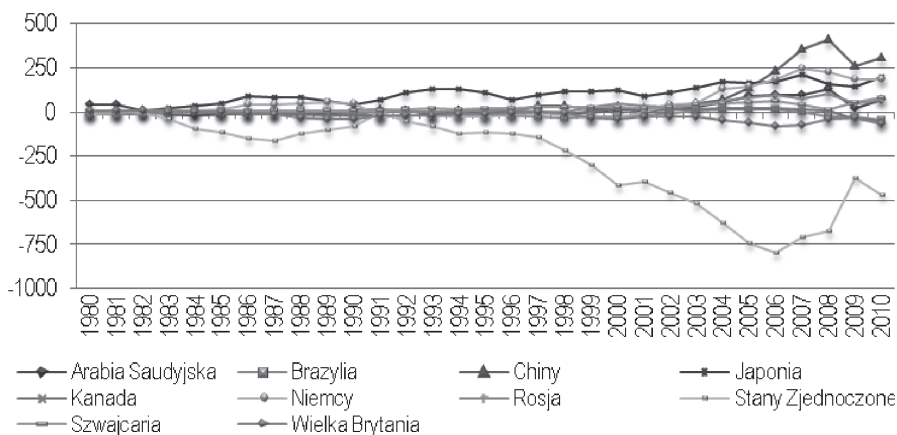
²⁶ P. Subacchi, J. Driffill (red.), *Beyond the Dollar. Rethinking the International Monetary System*, Chatham House London, March 2010, s. xi.

²⁷ I. Pszczółka, *Współczesne waluty międzynarodowe*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2011, s. 60.

²⁸ NBP, *Kryzys a przemiany w międzynarodowym systemie walutowym. Implikacje dla strefy euro i Polski*, BIŚE, Listopad 2009, s. 17.

²⁹ P. Kowalewski, *Euro a międzynarodowy system walutowy*, Tigger, Warszawa 2001, s. 56–57.

³⁰ Zob. szerzej J. Bilski, op. cit., s. 130–131.



Wykres 2. Saldo obrotów na rachunku bieżącym w wybranych krajach świata w latach 1980–2010 (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW (1.10.2011).

Zgodnie z teorią deficytów bliźniaczych jako jedną z głównych przyczyn pogłębiających się nierównowag globalnych wskazuje się wysoki poziom deficytu budżetowego Stanów Zjednoczonych. Jako determinantę takiego stanu wymienia się także wysoki poziom oszczędności globalnych. Istotny czynnik wpływający na powstawanie i utrzymywanie się obecnych nierównowag globalnych stanowi także aktywna polityka kursowa prowadzona przez kraje Dalekiego Wschodu³¹. Dokonywane przez te kraje interwencje w celu zapobiegania aprecjacji waluty krajowej, skutkowały wzrostem poziomu rezerw walutowych będących w ich posiadaniu. Na przykład w latach 1999–2004 ok. 75% przyrostu poziomu rezerw przypadowało na banki centralne krajów azjatyckich. Zasadniczą rolę w akumulacji globalnych nierównowag odegrała także decyzja Chin w lipcu 2008 roku o usztywnieniu kursu renminbi (juana) w stosunku do dolara amerykańskiego. Działanie to, podjęte w celu obrony rynku wewnętrznego, wpłynęło na pogłębianie się niedowartościowania waluty chińskiej (różne szacunki wskazują na niedowartościowanie juana o ok. 20%)³². Tę sytuację można określić mianem dumpingu kursowego, mającego na celu utrzymanie konkurencyjności krajowej, kosztem partnerów handlowych³³.

³¹ Więcej na ten temat czytaj w: M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 7, s. 18–19.

³² NBP, *Raport...*, s. 15.

³³ W czerwcu 2010 r. Chiny ogłosiły co prawda, że rezygnują z dolara jako waluty odniesienia i bardziej elastycznie będą zarządzać kursem juana w stosunku do koszyka walut, ale i tak

Obok krajów rozwijających się, doświadczających napływu kapitału w warunkach globalnej nadpłynności systemu finansowego i przeprowadzających interwencje przeciwdziałające nadmiernej aprecjacji waluty krajowej, takie działania podejmowane są także przez kraje rozwinięte, których waluty pełnią rolę *safe haven* w niepewnych czasach (np. interwencje w celu osłabienia franka szwajcarskiego podejmowane od marca 2009 roku, czy interwencje Banku Japonii w 2010 r.).

Jednym z najtrudniejszych obecnie wyzwań dla międzynarodowego systemu walutowego i MFW jest bez wątpienia ograniczenie nierównowagi globalnej, występującej w postaci narastającego deficytu na rachunku obrotów bieżących i wynikającego z tego wzrostu zadłużenia zagranicznego USA, szczególnie wobec Chin i pozostałych krajów Azji Wschodniej z nadwyżką na rachunku obrotów bieżących.

DZIAŁALNOŚĆ MIĘDZYNARODOWEGO FUNDUSZU WALUTOWEGO

Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który odgrywa szczególną rolę w międzynarodowym systemie walutowym i jest instytucją odpowiedzialną za sprawne funkcjonowanie światowego systemu finansowego pełni następujące funkcje³⁴:

- 1) regulacyjną – polegającą na ustanowieniu międzynarodowych norm i wzorców działania w sferze międzynarodowych stosunków finansowych;
- 2) kredytową – związaną z dostarczaniem krajom członkowskim dodatkowych środków finansowych;
- 3) konsultacyjną – umożliwiającą stworzenie krajom członkowskim miejsca konsultacji i doradztwa;
- 4) kontrolną – nadzorowanie przez MFW uzgodnionych programów dostosowawczych i wykorzystania kredytów zgodnie z ustalonymi wcześniej celami.

Postępująca liberalizacja rynków finansowych, fala kryzysów walutowych, które dotknęły światową gospodarkę w latach 90., przemiany transformacyjne wielu krajów, a wreszcie ostatni kryzys globalny, to wyzwania, przed jakimi stawał Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Organizacja ta jednak – jak

prowadzona przez Chiny polityka kursowa uważana jest za główną przyczynę narastania napięć na rynku walutowym.

³⁴ P. Bożyk, J. Misala, M. Pułaski, *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne*, PWE, Warszawa 1999, s. 266.

zauważają jej krytycy – funkcjonuje w sposób nieadekwatny do zmieniających się warunków gospodarki globalnej. Zauważalny jest zwłaszcza niski stopień reprezentacji w Funduszu krajów rozwijających się, co oznacza ograniczony wpływ na proces decyzyjny krajów najbardziej zainteresowanych w uzyskaniu wsparcia³⁵. Liczne zastrzeżenia budzą także konstrukcje programów pomocowych i ich rezultaty oraz rozbieżność pomiędzy oficjalnymi kryteriami pomocy a faktyczną praktyką MFW. Istotny problem stanowią także trudności z egzekwowaniem wiarygodnej, przejrzystej i porównywalnej informacji na temat rzeczywistej sytuacji gospodarczej krajów członkowskich. Podejmowane są co prawda pewne próby reformy międzynarodowego systemu – zwłaszcza po 2008 roku – dotyczące m.in. nowego modelu finansowania działalności MFW, poszukiwania dodatkowych źródeł finansowania kredytów oraz zmian w udziałach członkowskich i głosów w MFW, jednak w dużej mierze uzależnione są one od czynników politycznych, przede wszystkim interesów Stanów Zjednoczonych³⁶.

ZAKOŃCZENIE

W ostatnich dziesięcioleciach w międzynarodowym systemie walutowym mieliśmy do czynienia z wyraźną ewolucją stosowanych przez kraje członkowskie systemów kursowych. Przejawem tendencji dezintegracyjnych był z jednej strony wzrost zróżnicowania reżimów kursowych oraz występowanie zjawisk *fear of floating* i *fear of pegging*, a z drugiej przekształcanie dotychczas istniejącej struktury systemów kursowych zmierzające do powstawania nowych, regionalnych systemów walutowych. We współczesnym międzynarodowym systemie walutowym wystąpił także proces dywersyfikacji rezerw walutowych. Nasilające się zjawiska kryzysowe ostatnich lat pokazały bardzo wyraźnie słabości systemu opartego na niepewnych fundamentach dwóch kluczowych walut międzynarodowych – dolara i euro, przy jednoczesnym braku dla nich alternatyw w warunkach pogłębiającej się nierównowagi w skali globalnej. Są to więc kolejne przesłanki wskazujące na postępującą dezintegrację współczesnego międzynarodowego systemu walutowego.

³⁵ Więcej na temat działalności MFW czytaj w: M. Wróblewski, *Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy wobec kryzysów walutowych*, Wyd. Adam Marszałek, Toruń 2009, s. 260–330.

³⁶ Zob. m.in. *Final Report, Committee to Study Sustainable Long-term Financing of the IMF*, IMF, January 2007; A. Virmani, *Global Economic Governance: IMF Quota Reform*, „IMF Working Paper”, WP/11/208, July 2011 oraz M. Grotte, A. Życieńska, *Międzynarodowy Fundusz Walutowy i stojące przed nim wyzwania*, „Materiały i Studia” 2011, z. 254, Warszawa 2011.

W sferze instytucjonalnej wyrazem tendencji dezintegracyjnych są natomiast problemy związane z funkcjonowaniem Międzynarodowego Funduszu Walutowego, który jako instytucja powstała w innym układzie sił gospodarczych i zdecydowanie odmiennych warunkach globalnych, współcześnie nie dysponuje instrumentami umożliwiającymi pełnienie funkcji regulacyjnej i nadzorczej w międzynarodowym systemie walutowym. Najbliższe lata będą z pewnością okresem dalszej zasadniczej transformacji międzynarodowego systemu walutowego. Wciąż otwarte pozostaje pytanie o to, jaki będzie kształt światowej architektury finansowej, która ukształtuje się w wyniku tych intensywnych przemian. Nie można bowiem wykluczyć, że przy dostosowywaniu do nowych pokryzysowych warunków globalnych, zostaną w przyszłości podjęte próby reformy międzynarodowego systemu walutowego w kierunku jego integracji.

BIBLIOGRAFIA

- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, IMF, Washington D.C., 2003.
- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006.
- Bordo M. D., *Exchange Regimes Choice in Historical Perspective*, „IMF Working Paper”, WP/03/160.
- Bożyk P., Misala J., Pułaski M., *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne*, PWE, Warszawa 1999.
- Budnikowski A. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2001.
- Cavlo G. A., Reinhart C. M., *Fear of Floating*, „NBER Working Paper Series”, no. 7993, November 2000.
- Clark P. B., Polak J. J., *International Liquidity and the Role SDR in the International Monetary System*, „IMF Working Paper”, WP/02/217.
- Corden W. M., *Economic Policy, Exchange Rates and the International System*, Oxford University Press 1994.
- Dudziński J., Nakonieczna-Kisiel H., (red.), *Międzynarodowe stosunki finansowe. Wybrane problemy*, Wydawnictwo Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2006.
- Eichengreen B., Mason P., Savastano M., Sharma S., *Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility*, „Essay in International Finance”, no. 213, Princeton University, New Jersey 1999.
- Eichengreen B., Sussman N., *International Monetary System in the (Very) Long Run*, „IMF Working Paper”, WP/43/2000.
- Final Report, *Committee to Study Sustainable Long-term Financing of the IMF*, IMF, January 2007.
- Fisher S., *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 15, no. 2, Spring 2001.

- Frankel J. A., *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, „Essays in International Finance”, no. 215, Princeton University, New Jersey 1999.
- Gold J. (red.), *Legal and Institutional Aspects on the International Monetary System*, vol. II: *International Monetary Found*, Washington D.C. 1984.
- Gosh A. R., Ostry J. D., Tsangarides Ch., *Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System*, „Occasional Paper” no. 270, IMF 2010.
- Grotte M., Życieńska A., *Międzynarodowy Fundusz Walutowy i stojące przed nim wyzwania*, „Materiały i Studia” 2011, z. 254, NBP, Warszawa.
- Hagen J. von, Zhou J., *Fear of Floating and Fear of Pegging: An Empirical Analysis of De Facto Exchange Rate Regimes in Developing Countries*, „CEPR Discussion Paper”, no. 5530.
- Heller H. R., *Money and the International Monetary System*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 1989, no. 2.
- IMF *Annual Report 1999*, Washington D.C., 1999.
- IMF *Chronology*, www.imf.org (8.10.2011).
- Jurek M., *Pojęcie, właściwości i przemiany wielonarodowych systemów walutowych*, cz. II, „Bank i Kredyt” 2005, nr 3.
- Jurek M., Marszałek P., *Pieniądz, polityka pieniężna i systemy kursowe. Współczesne teorie i rozwiązania praktyczne*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.
- Kowalewski P., *Euro a międzynarodowy system walutowy*, Tigger, Warszawa 2001.
- Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, PWN, Warszawa 2007.
- Mateos y Lago I., Duttgupta R., Goyal R., *The Debate on the International Monetary System*, IMF, November 11, 2009.
- Młodkowski P., *Pozaeuropejskie unie monetarne*, PWN, Warszawa 2007.
- Mundell R. A., *Poverty, Growth and the International Monetary System*, Asian Development Bank 2001.
- NBP, *Kryzys a przemiany w międzynarodowym systemie walutowym. Implikacje dla strefy euro i Polski*, BISE, listopad 2009.
- NBP, *Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym*, DISE, grudzień 2010.
- Nugée J., *Reconsidering the Reserve Currency Question*, [w:] Subacchi P., Driffill J. (red.), *Beyond the Dollar. Rethinking the International Monetary System*, Chatham House London, March 2010.
- Pszczółka I., *Międzynarodowa rola dolara amerykańskiego*, [w:] Przybylska-Kapuścińska W., Handschke J. (red.), *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, „Zeszyty Naukowe” 2010, nr 143, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.
- Pszczółka I., *Współczesne waluty międzynarodowe*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2011.
- Rogoff K. S., Husain A. M., Mody A., Brooks R., Oomes N., *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, IMF, Washington D.C. 2004.
- Rubaszek M., *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 7.
- Subacchi P., Driffill J. (red.), *Beyond the Dollar. Rethinking the International Monetary System*, Chatham House London, March 2010.

- Virmani A., *Global Economic Governance: IMF Quota Reform*, „IMF Working Paper”, WP/11/208, July 2011.
- Williamson J., *International Monetary Reform and the Prospects for Economic Development*, [w:] J. J. Teunissen (red.), *Fragile Finance: Rethinking the International Monetary System*, Fondad, January 1992.
- Wróblewski M., *Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy wobec kryzysów walutowych*, Wyd. Adam Marszałek, Toruń 2009.

EWOLUCJA WSPÓŁCZESNEGO MIĘDZYNARODOWEGO SYSTEMU WALUTOWEGO – INTEGRACJA CZY DEZINTEGRACJA?

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie o kierunek ewolucji współczesnego międzynarodowego systemu walutowego (zwanego czasem „non-systemem”) – czy mamy do czynienia z tendencjami do integracji czy raczej do dezintegracji? Badanie skoncentrowano na przekrojowej analizie zmian kluczowych elementów międzynarodowego systemu walutowego: mechanizmów kursowych, struktury rezerw walutowych i procesów dostosowawczych. Podjęto także próbę oceny wymiaru instytucjonalnego, czyli działalności Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

THE EVOLUTION OF THE CONTEMPORARY INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM – INTEGRATION OR DISINTEGRATION?

SUMMARY

This article aims at answering the question about the course of evolution of contemporary international monetary system (sometimes called „non-system”): which tendency is prevailing, to integrate or to disintegrate? This research focuses on the cross-sectional analysis of the key elements of the international monetary system: the exchange rate regimes, the structure of currency reserves, and the processes of adaptation. An attempt has also been made to evaluate the institutional dimension, namely the actions of the International Monetary Fund.