

Andrzej Dorosz

Renta walutowa i "szczególny przywilej" w międzynarodowych stosunkach finansowych

International Journal of Management and Economics 29, 92-113

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Andrzej Dorosz
Akademia Finansów w Warszawie

Renta walutowa i „szczególny przywilej” w międzynarodowych stosunkach finansowych

Wymienialność walut istotą międzynarodowego systemu walutowego

Globalny kryzys finansowy (GKF) spowodował wzrost zainteresowania problematyką rozliczeń, czyli finansów międzynarodowych, lub problematyką międzynarodowego systemu walutowego. Kryzys, jaki wystąpił na amerykańskim rynku finansowym w latach 2007–2009, i recesja, jaka ogarnęła największą gospodarkę świata, rozlały się szeroko po całym świecie. Transmisja szoków – w skali międzynarodowej – w znacznym stopniu odbywała się kanałami finansowymi, tj. poprzez rynki walutowe i finansowe. Globalny kryzys finansowy dobitnie wykazał, jak mocno reszta świata uzależniona jest od gospodarki amerykańskiej, od jej rynku finansowego i jak silnie funkcjonowanie współczesnego, międzynarodowego systemu finansowego zależy od tego, co dzieje się na amerykańskim rynku finansowym, i od pozycji dolara jako waluty kluczowej dla całego międzynarodowego systemu walutowego.

Zdefiniować międzynarodowy system walutowy nie jest łatwo, ale dla dalszych rozważań nad przyczynami jego perturbacji, wynikających z globalnego kryzysu finansowego, można posłużyć się określeniem, jakie zastosował K. Lutkowski w niedawno wydanym podręczniku na temat finansów międzynarodowych. Autor zaraz na początku wyjaśnia, że „potrzeba istnienia międzynarodowego systemu walutowego wynika ze stosowania w poszczególnych krajach lub grupach krajów różnych jednostek pieniężnych i rozmaitych znaków pieniężnych wyrażonych w tych jednostkach”. Dalej pisze, że „niezależnie od tego, w jakiej walucie następuje rozliczenie z kontrahentem zagranicznym, któraś ze stron staje wcześniej lub później wobec potrzeby wymiany danej waluty na inną. (...) Wymienialność waluty jest więc przesłanką pełnego włączenia się danej gospodarki w międzynarodową wymianę towarową, usługową i kapitałową. (...) Dlatego międzynarodowy system walutowy daje się zdefiniować jako zestaw mechanizmów pieniężnych i narzędzi regulacyjnych, instytucji posługujących się tymi narzędziami oraz reguł, jakimi się przy tym kierują, które łącznie mają na celu nie co innego, jak właśnie zachowanie i umocnienie tej podstawowej zasady – wymienialności walut”¹.

Z kolei w innym klasycznym podręczniku poświęconym stosunkom międzynarodowym, autorstwa Ch.P. Kindlebergera, można znaleźć swoiste problemowe spuentowanie

definicji międzynarodowego systemu walutowego. Pisze on, że grupa 32 ekonomistów analizujących międzynarodowy system walutowy (*international monetary system*) podzieliła problem na trzy zagadnienia – dostosowanie (*adjustment*), płynność (*liquidity*) i zaufanie (*confidence*).

Płynność określana jest przez wielkość finansowania, jaka jest łatwo (*readily*) dostępna w międzynarodowym systemie walutowym, aby sfinansować nierównowagi, jakie zamierza się albo trzeba sfinansować podczas procesu dostosowawczego. Zaufanie w systemie jest potrzebne, żeby indywidualne kraje biorące pod uwagę to, że system załamuje się, nie poddały się swoim obawom i nie zdecydowały się w tej sytuacji zarabiać pieniędzy (prywatni spekulanci destabilizujący) lub zabezpieczyć swoje interesy narodowe (instytucje monetarne). O płynności i zaufaniu nie można dyskutować bez częstego odnoszenia się do dostosowania. W warunkach trwałej nierównowagi żaden system nie zapewni ani dostatecznej płynności, ani dostatecznego zaufania².

W warunkach kapitalistycznej gospodarki rynkowej, która jest obecnie dominującym systemem ekonomicznym w świecie, zapewnienie wymienialności walut, tj. sprawnego funkcjonowania rynków walutowych wydaje się rzeczywiście sprawą zasadniczą dla możliwie najlepszego wykorzystania światowych zasobów produkcyjnych – w czym należałoby zgodzić się z K. Lutkowskim. Doświadczenia ostatnich dwudziestu lat zdają się to potwierdzać – gospodarka światowa rozwijała się bowiem wyjątkowo dynamicznie właśnie w sytuacji, gdy systemy gospodarcze uległy znacznemu ujednoczeniu i gdy w skali globalnej zliberalizowano zagraniczny obrót gospodarczy, w tym obrót finansowy. Niemniej jednak gospodarka światowa kilkakrotnie przechodziła także w tym czasie perturbacje związane z zaburzeniami na rynkach finansowych, a ostatnie, związane z globalnym kryzysem finansowym są wyjątkowo silne. Znamionują one zaostrenie się problemów, o których pisze Ch.P. Kindleberger.

Rola walut międzynarodowych

We współczesnej gospodarce światowej wymienialność walut, o której pisze K. Lutkowski, sprowadza się w większości przypadków do wymienialności poszczególnych walut nie tyle wzajemnie na siebie, ile na nieliczne waluty narodowe nazywane walutami międzynarodowymi lub walutami kluczowymi (*international currencies, key-currencies*)³. Inaczej mówiąc, rynek walutowy w danym kraju to rynek dewiz denominowanych w walutach międzynarodowych sprzedawanych lub kupowanych za walutę krajową. Walutami międzynarodowymi stają się waluty największych i najbardziej rozwiniętych gospodarczo krajów, posiadających duży udział w obrotach handlu światowego i silną pozycję inwestycyjną oraz dobrze rozwinięte rynki finansowe, w tym duże i płynne rynki papierów skarbowych. Z oczywistych względów na waluty takich krajów utrzymuje się stały i duży popyt na rynkach walutowych w krajach, które są ich part-

nerami handlowymi (w rozliczeniach bilateralnych), i waluty te stają się środkiem płatniczym w rozliczeniach z krajami trzecimi (w rozliczeniach multilateralnych). Sprzyja temu także zaufanie, jakim cieszą się kraje emitujące te waluty oraz dobrze rozwinięte rynki finansowe działające w tych krajach.

W rozliczeniach multilateralnych waluty międzynarodowe pełnią wszystkie trzy podstawowe funkcje pieniądza – miernika cen, jednostki obrachunkowej (*unit of account*), jednostki rozliczeniowej (*unit of exchange*) i jednostki rezerwowej (*store of value*). Ta trzecia funkcja powoduje, że waluty te nazywa się także walutami rezerwowymi (*reserve currencies*). Waluty międzynarodowe pełnią powyższe funkcje zarówno w obrocie między podmiotami sektora prywatnego, jak i podmiotami sektora rządowego i instytucji międzynarodowych. W pierwszym przypadku waluta międzynarodowa występuje jako waluta fakturowania, płatności i rezerw banków komercyjnych, w drugim zaś jako waluta referencyjna (parytetowa, wchodząca w skład „koszyka” walutowego), interwencyjna i rezerwowa banków centralnych i organizacji międzynarodowych⁴.

Występowanie walut międzynarodowych z jednej strony bardzo ułatwia rozliczenia międzynarodowe i w ogóle funkcjonowanie międzynarodowego systemu walutowego, z drugiej jednak może stać się przyczyną poważnych zaburzeń w działaniu tego systemu. Korzyści z istnienia walut międzynarodowych wynikają z uproszczenia rozliczeń międzynarodowych, a mniejsza liczba par walut w transakcjach walutowych to niższe koszty transakcyjne (wymiany i zabezpieczenia), to także mniejsze operacyjne (banków komercyjnych) i oficjalne rezerwy walutowe, a więc niższe koszty utrzymywania tych rezerw i w końcu – wyższy stopień zaufania (pewności) tych rozliczeń. Rozliczenia w walutach międzynarodowych dokonywane są bowiem zazwyczaj przez największe banki, zlokalizowane w głównych centrach finansowych krajów tych walut lub w innych międzynarodowych centrach finansowych (rozliczenia w tzw. eurowalutach czy azjowalutach).

Z powyższego wynika, że ważnym warunkiem, jaki musi spełniać kraj, aby jego waluta mogła występować w roli waluty międzynarodowej w rozliczeniach podmiotów sektora prywatnego, jest posiadanie rozbudowanego systemu bankowego, doświadczonego w przeprowadzaniu transakcji zagranicznych i kredytowaniu zagranicznych kontrahentów, oraz głębokiego rynku pieniężnego i walutowego, z dużą różnorodnością produktów (w tym także instrumentów pochodnych). Rezerwy operacyjne zagranicznych banków – partnerów banków kraju waluty międzynarodowej – trzymane są bowiem w różnych rodzajach krótkoterminowych aktywów finansowych, a instrumenty pochodne służą przede wszystkim do zabezpieczenia się od różnorodnego ryzyka. Jest zrozumiałe, że zaufanie zagranicy do stabilności i rzetelności instytucji bankowych kraju waluty międzynarodowej musi być wysokie. W innym przypadku międzynarodowy system walutowy narażony jest na ostre perturbacje. Kraj waluty międzynarodowej musi być więc krajem stabilnym politycznie, uznającym niezależność prywatnej własności, dobrze rządzonym i naturalnie ze sprawnym nadzorem nad instytucjami finansowymi.

Powyższe warunki muszą także zaistnieć, aby waluta międzynarodowa mogła pełnić swoje funkcje w operacjach instytucji oficjalnych. Banki centralne oraz instytucje międzynarodowe nie przeprowadzają wprawdzie komercyjnych rozliczeń zagranicznych, ale trzymają rezerwy dewiz, w tym prawie wyłącznie dewiz denominowanych w walutach międzynarodowych. Częściowo rezerwy te trzymane są na rachunkach w odpowiednich zagranicznych bankach komercyjnych, jednak przeważająca ich część trzymana jest w postaci instrumentów dłużnych, w tym głównie krótko- i średnioterminowych.

Z kolei z punktu widzenia banków centralnych i innych oficjalnych instytucji rządowych oraz organizacji międzynarodowych utrzymujących rezerwy dewizowe najważniejszymi cechami ich lokat zagranicznych jest pewność i płynność. Stąd dwie charakterystyczne preferencje tych instytucji: po pierwsze wybierają na swoich partnerów operacyjnych największe, najsolidniejsze i o najwyższym możliwym ratingu na danym rynku banki komercyjne, po drugie, lokując środki w papiery wartościowe, zdecydowanie preferują zobowiązania skarbowe. Dlatego kolejnym ważnym warunkiem pełnienia przez daną walutę funkcji waluty międzynarodowej w sferze operacji oficjalnych jest istnienie w kraju tej waluty dużego, zróżnicowanego i bardzo płynnego rynku papierów skarbowych, i to zarówno krótko-, jak i średnioterminowych.

Oficjalne rezerwy dewizowe gromadzone są bowiem w dwojakim celu – łagodzenia krótkookresowych (sezonowych, koniunkturalnych czy spekulacyjnych) niedoborów płatniczych oraz finansowania niedoborów powstałych w wyniku zmian strukturalnych, których przezwyciężenie wymaga dłuższego czasu. Tak więc pewna – często znaczna – część oficjalnych rezerw dewizowych trzymana jest w związku z możliwością wystąpienia tej drugiej przyczyny nierównowagi płatniczej. Środki przeznaczone na ten cel mogą być ulokowane w instrumenty dłużne z dłuższymi terminami wykupu (średnioterminowe obligacje), ale możliwość ich zbycia (płynność) musi być bardzo wysoka, a ryzyko cenowe i emitenta – niskie. Warunki te spełniają papiery skarbowe i rynki tych papierów w krajach posiadających największe i najbardziej rozwinięte gospodarki.

Istotnym, choć trudno powiedzieć, że absolutnie niezbędnym, elementem architektury instytucjonalnej rynku finansowego kraju, którego waluta pełni funkcje waluty międzynarodowej, jest rynek złota. Żółty kruszec w postaci sztab (*good delivery bars*) ciągle pełni funkcje monetarne – jest składnikiem oficjalnych rezerw banków centralnych i z tego względu stanowi bazę monetarną obiegu pieniężnego w wielu krajach. Gdy występuje potrzeba posłużenia się złotem w celu wyrównania zewnętrznej pozycji płatniczej, bank centralny musi sprzedać część swoich rezerw kruszczowych na międzynarodowym rynku tego metalu. Największe takie rynki działają w Londynie i Zurychu. Cena kruszcu kwotowana jest w określonej walucie międzynarodowej i sprzedaż jest następnie rozliczana też w tej walucie. Aby uniknąć kosztów transportu i ubezpieczenia złota, niektóre kraje trzymają swoje rezerwy kruszcu lub przynajmniej ich część w krajach, w których miałyby ewentualnie nastąpić jego sprzedaż. Banki centralne tych

krajów lub niektóre ich banki komercyjne świadczą w tym zakresie usługi depozytariusza, co ułatwia zainteresowanym bankom centralnym posługiwanie się złotem jako elementem rezerwy monetarnej.

Nietrudno zauważyć, że funkcje waluty międzynarodowej w obrocie prywatnym i oficjalnym przenikają się, są ze sobą sprzężone. Analizując rozwój międzynarodowych stosunków finansowych, ewolucję międzynarodowego systemu walutowego, można powiedzieć, że proces przekształcania się waluty w walutę międzynarodową, tj. rozszerzania się zakresu jej cyrkulacji poza granice państwowe, rozpoczyna się w obrocie prywatnym, a następnie wchodzi ona do obrotu oficjalnego. Później cyrkulacja w obu sferach obrotu zazębia się i wzajemnie wzmacnia. Po pewnym czasie może nawet pojawić się swoisty „efekt demonstracji” – międzynarodowy zakres cyrkulacji waluty rozszerza się w obu sferach obrotu z tego względu, że stała się ona wygodnym środkiem rozliczeniowym dla pewnej grupy krajów i inne zaczęły ją stosować przez naśladownictwo w obrocie prywatnym i/lub oficjalnym. Efektu tego nie należy jednak przeceniać, gdyż o zakresie międzynarodowej cyrkulacji waluty i jej międzynarodowych funkcjach decydują przede wszystkim czynniki ekonomiczne, polityczne i instytucjonalne, które przedstawiono wyżej.

Podaż netto waluty międzynarodowej

Bardzo istotną kwestią, określającą zakres międzynarodowej cyrkulacji waluty, jest jej zewnętrzna podaż netto. Aby waluta mogła pełnić funkcje waluty międzynarodowej, zagranica musi stworzyć jej rezerwy, najpierw operacyjne, a później oficjalne, przy czym w miarę wzrostu światowego handlu i obrotów kapitałowych popyt na te rezerwy wzrasta. Warunkiem niezbędnym występowania waluty w roli waluty międzynarodowej jest więc trwałe utrzymywanie się jej zewnętrznej podaży netto na odpowiednim poziomie. Zewnętrznym źródłem tej podaży jest bilans płatniczy. Aby pojawiła się zewnętrzna podaż netto waluty międzynarodowej, bilans płatniczy jej kraju musi wykazywać określone cechy strukturalne. Rozpatrzyć w tym zakresie należy trzy podstawowe przypadki.

1. Jeżeli kraj ma nadwyżkę lub zrównoważony rachunek bieżący, to zewnętrzna podaż netto jego waluty pojawi się, gdy w rachunku kapitałowym po stronie wypłat udzielone długoterminowe kredyty handlowe, pożyczki obligacyjne i długoterminowe kredyty bankowe i inne, inwestycje kapitałowe i inwestycje bezpośrednie będą odpowiednio większe od równoległych pozycji po stronie wpływów.
2. Jeżeli kraj ma deficyt obrotów bieżących, zewnętrzna podaż netto pojawia się nawet przy zrównoważonych obrotach kapitałowych.
3. Jeżeli przy deficycie obrotów bieżących w obrotach kapitałowych wystąpi – jak w pierwszym przypadku – nierównowaga, dodatkowo zwiększa to zewnętrzną podaż waluty.

Jeżeli występuje któryś z powyższych trzech przypadków, można mówić o „autonomicznej”, zewnętrznej podaży netto waluty, tzn. podaży, której pierwotnym źródłem jest nadwyżka wytworzonego produktu globalnego nad wewnętrznym popytem globalnym (nadwyżka wewnętrznych oszczędności nad wewnętrznymi inwestycjami i deficytem sektora publicznego – przypadek pierwszy, nadwyżka popytu globalnego nad wytworzonym produktem wewnętrznym – przypadek drugi lub kombinacja obu tych sytuacji – przypadek trzeci).

Jeżeli sytuacja gospodarcza kraju jest taka, że bilans płatniczy nie kreuje podaży netto waluty tak, aby zagranica mogła utworzyć jej rezerwy operacyjne i oficjalne, może ona „zaindukować” tę podaż, sprzedając (wymieniając) złoto monetarne lub jednostki SDR za dewizy. Zrozumiałe jest, że możliwości „indukowania” podaży waluty międzynarodowej są ograniczone wielkością rezerw złota i zasobów jednostek SDR, jakie posiada zagranica, i wysokością ceny kruszcu oraz kursu jednostki SDR, po jakiej miałyby być wymieniane na (sprzedawane za) walutę międzynarodową. Proces indukowania podaży walut międzynarodowych poprzez sprzedaż (wymianę) złota występował w pewnych okresach w przeszłości na dość dużą skalę, o czym świadczy to, że kraje walut międzynarodowych koncentrują u siebie przeważającą część oficjalnych rezerw złota monetarnego.

Historycznie rzecz ujmując, w waluty międzynarodowe przekształcały się waluty krajów, które wyjściowo miały bardzo silną pozycję handlową (dużą nadwyżkę w bilansie handlowym i następnie w całym bilansie obrotów bieżących), duży udział w handlu światowym i które następnie stawały się dużymi eksporterami kapitału długoterminowego i w konsekwencji potrafiły zbudować silną pozycję wierzycielską netto. Następnie, choć silna pozycja handlowa tych krajów utrzymywała się, nadwyżka handlowa (nadwyżka w rachunku bieżącym) nie tylko malała, ale przekształcała się w deficyt oraz spadał udział tych krajów w handlu światowym. Dzięki silnej pozycji wierzycielskiej, dobrze rozwiniętym rynkom finansowym, silnej bazie instytucjonalnej i mocnej pozycji politycznej ich kluczowa rola w międzynarodowym systemie finansowym utrzymywała się, zaś ich waluty zachowywały, a czasami nawet wzmacniały, swoją pozycję międzynarodową. Kraje te przekształcały się bowiem jakby w „banki” gospodarki światowej, których jedną z funkcji jest emisja międzynarodowych instrumentów rozliczeniowych – walut międzynarodowych.

Zaufanie do waluty międzynarodowej a procesy dostosowawcze

Dla sprawnego funkcjonowania banku ważne jest zaufanie, jakim obdarzają go jego partnerzy – klienci. Chodzi o zaufanie do banku jako do instytucji, która zapewnia bezpieczeństwo i płynność powierzonych jej środków, rzetelnie i niezbyt drogo wykonuje zlecenia, a w przypadku emisji pieniądza dba o jego wartość. Kraj, którego waluta jest walutą międzynarodową, powinien też spełniać warunki niezbędne dla utrzymywania

się zaufania zagranicy co do stabilności jego systemu politycznego, dynamizmu gospodarki oraz stabilności wartości jego pieniądza. Czynniki te są wzajemnie powiązane. Stabilność polityczna ułatwia funkcjonowanie gospodarki i jest podstawą dla prowadzenia spójnej oraz – co jest też ważne – przewidywalnej polityki gospodarczej, co z kolei ułatwia wzrost gospodarczy i ocenę perspektyw gospodarczych kraju. Jeżeli państwo prowadzi przy tym politykę nastawioną na utrzymywanie stabilnej wartości krajowego pieniądza (niski cel inflacyjny) oraz ma odpowiedni nadzór nad rynkiem finansowym, to wydają się być spełnione prawie wszystkie podstawowe przesłanki utrzymywania się zaufania zagranicy do kraju i jego waluty.

Jest jednak jeszcze jeden istotny czynnik kształtujący zaufanie zagranicy do waluty międzynarodowej – jej zewnętrzna podaż netto. Aby zaufanie do waluty międzynarodowej utrzymywało się, jej zewnętrzna podaż netto powinna być skorelowana – w długim okresie – z popytem na nią jako środka rezerwowego. Określenie wielkości tego popytu nie jest proste. Łatwiej jest określić sytuacje, w których występuje niedobór lub nadmierna podaż tej waluty. Jeżeli zagranica wymienia (sprzedaje) złoto, jednostki SDR lub inne waluty międzynarodowe celem uzyskania dewiz w danej walucie i jeżeli jej kurs wykazuje trwałą tendencję do aprecjacji, to można mówić o niedostatecznej jej podaży netto. Jeżeli natomiast ma miejsce sytuacja przeciwna, to znaczy zagranica wymienia (kupi) złoto, jednostki SDR lub inne waluty międzynarodowe za daną walutę, a jej kurs wykazuje trwałą tendencję do deprecjacji, wówczas będą to oznaki nadmiernej podaży netto tej waluty. Utrzymywanie się nadmiernej podaży netto obniża zaufanie zagranicy do waluty międzynarodowej i jeżeli sytuacja taka trwać będzie przez długi czas⁵, doprowadzić może do ograniczenia zagranicznej cyrkulacji tej waluty, a przy gwałtownym spadku zaufania do niej – nawet do całkowitego pozbawienia jej funkcji waluty międzynarodowej.

Stąd kolejną przesłanką bezkolizyjnego i efektywnego działania międzynarodowego systemu walutowego jest sprawne działanie automatycznych mechanizmów dostosowawczych, i to zarówno w krajach emitujących waluty międzynarodowe, jak i w krajach, które posługują się nimi w swoich rozliczeniach zagranicznych. W warunkach międzynarodowych systemów walutowych zakładających wymiennalność walut według kursów stałych (system waluty złotej, system dewizowo-złoty, w tym jego modyfikacja – system Bretton-Woods) i występowania złota jako pieniądza światowego, tj. instrumentu ostatecznego regulowania sald bilansów płatniczych, zmiany w poziomie oficjalnych rezerw kruszcu w krajach walut międzynarodowych powinny uruchamiać procesy inicjowane przez zmiany ilości pieniądza w obiegu wewnętrznym, które wywoływałyby odpowiednie zmiany w ich gospodarkach⁶ – albo redukowałyby nadmierną zewnętrzną podaż netto walut, albo zwiększały ją.

Z kolei w przypadku międzynarodowego systemu zmiennych kursów walutowych podstawowym elementem mechanizmu dostosowawczego jest deprecjacja lub aprecjacja zewnętrznej ceny (kursu) waluty. Powinna ona zainicjować zmiany w obrotach handlowych i kapitałowych kraju waluty międzynarodowej i u jego partnerów handlo-

wych, co w konsekwencji – poprzez zmiany w gospodarce – powinno doprowadzić do zrównania zewnętrznej podaży netto waluty z popytem na nią. W każdym przypadku działanie autonomicznych procesów dostosowawczych wymaga czasu i w sytuacji, gdy nierównowaga na rynku walutowym jest zbyt duża, konieczne może być wsparcie tych procesów określonymi zmianami w polityce gospodarczej krajów. Trzeba dodać, że gdy światowe powiązania gospodarcze – handlowe i kapitałowe – są bardzo silne (wysoki stopień globalizacji gospodarki światowej), wówczas pojawia się potrzeba synchronizacji polityki gospodarczej najważniejszych krajów czy grup krajów⁷.

Przebiegający automatycznie lub wspomagany przez politykę gospodarczą i współpracę międzynarodową proces dostosowawczy może mieć niepożądane – z punktu widzenia władz państwowych – konsekwencje. W zależności od tego, jak kształtuje się zewnętrzna sytuacja płatnicza, może łączyć się bowiem bądź z podgrzaniem koniunktury, wzrostem zatrudnienia i inflacją, bądź schłodzeniem koniunktury, bezrobociem i ewentualnie deflacją. Każdy z tych scenariuszy jest kłopotliwy dla władz państwowych. Z tego też względu kraje walut międzynarodowych starają się przerzucić trudy polityczne i koszty dostosowania się na pozostałe kraje, koncentrując swoją politykę gospodarczą na realizacji wewnętrznego celu, którym jest osiągnięcie odpowiedniej dynamiki wzrostu PKB, poziomu zatrudnienia i inflacji. Ponieważ w warunkach stałych kursów (*fixed rates*) było to trudne, przeszły one na system kursów zmiennych (*floating rates*). Ich mechanizm dostosowawczy opiera się więc obecnie głównie na zmianie zewnętrznej ceny ich walut. Chcąc zapewnić skuteczność i szybkość działania tego mechanizmu, dopuszcza się przy tym do dużych zmian kursów, a tym samym rezygnuje się – z zasady – z transakcji interwencyjnych na krajowym rynku dewizowym. Ponieważ zmiany kursów zwiększają ryzyko w relacjach z zagranicą, kraje o mniejszych gospodarkach, które mają rozbudowane stosunki handlowe i kapitałowe z określonymi krajami posiadającymi walutę międzynarodową, stabilizują kursy swoich walut do tej jednej „kluczowej” dla nich waluty międzynarodowej.

Duże zmiany kursów walut międzynarodowych występują w okresach, gdy zachodzą istotne zmiany w strukturze gospodarki światowej i/lub gdy „nawarstwia się” nierównowaga między popytem a podażą netto na tę walutę, tzn. nierównowaga ta utrzymuje się zbyt długo. W takich okresach rynki walutowe poddawane są dodatkowo presji kapitału spekulacyjnego i występuje duża zmienność (*volatility*) kursów, a to zwiększa niepewność w stosunkach międzynarodowych. Współczesne rynki finansowe radzą sobie z tym problemem, tworząc rozbudowaną ofertę walutowych instrumentów pochodnych, umożliwiających zabezpieczenie się przed różnymi ryzykami, jakie łączą się z przeprowadzaniem zagranicznych operacji, ale zwiększa to ich koszty. Ponadto rozbudowane rynki instrumentów pochodnych z jednej strony pomagają wprowadzić zabezpieczyć się przed ryzykami, ale z drugiej ułatwiają rozwinięcie się spekulacji na rynkach finansowych. W określonej sytuacji mogą stać się więc czynnikiem utrudniającym, komplikującym procesy dostosowawcze.

Możliwość dużych zmian relacji kursowych i zwiększona zmienność kursów paradoksalnie „sprzyja” walutom międzynarodowym. Wytwarza się bowiem dodatkowy popyt na operacyjne i oficjalne rezerwy walutowe. Dotyczy to tych krajów, które postanowiły powiązać swoje waluty z określonymi walutami międzynarodowymi, stabilizując kursy swoich walut w stosunku do nich. Stabilizacja ta ogranicza ryzyko kursowe i ułatwia prowadzenie operacji zagranicznych z krajem waluty międzynarodowej i innymi krajami, które też postanowiły działać w ten sposób. W rezultacie powstają strefy walutowe, których centrum jest kraj posiadający walutę międzynarodową (walutę kluczową), a wokół niego skupione są kraje stabilizujące kursy swoich walut do tej waluty. Sprzyja to rozwojowi handlu i stosunków kapitałowych w ramach strefy, jakkolwiek w przypadku nierównowagi obowiązek dostosowania spada na kraje mniejsze i czynione jest to zwykle przez modyfikację wewnętrznej polityki gospodarczej i ewentualnie zmianę kursu centralnego (parytetu).

Z kolei wzajemne kursy walut kluczowych kształtowane są swobodnie na rynku dewizowym – są zmienne. Kraje walut kluczowych nie trzymają – praktycznie rzecz biorąc – w swoich oficjalnych rezerwach innych walut kluczowych (międzynarodowych), nie interweniują z zasady na rynku dewizowym i właśnie zmiany kursu walutowego uruchamiają mechanizm dostosowawczy, jeżeli wystąpi istotna i trwała nierównowaga w pozycji płatniczej kraju waluty kluczowej.

Korzyści z waluty międzynarodowej

Przedstawiony powyżej mechanizm działania międzynarodowego systemu walutowego, w którym rozliczenia multilateralne oparte są na walutach międzynarodowych, wskazuje na unikalne korzyści, jakie uzyskują kraje, których waluty pełnią taką funkcję, przy czym są one tym większe, im silniejsza jest międzynarodowa pozycja waluty – im większą rolę odgrywa ona w rozliczeniach multilateralnych oraz im większy ma udział w operacyjnych i oficjalnych rezerwach dewizowych.

Korzyści te są różnorodne. Część z nich można określić jako **rentę walutową**. Ma ona dwa podstawowe źródła. Pierwsze to korzyści wynikające z zewnętrznej cyrkulacji banknotów denominowanych w tej walucie, drugie wynika z jej roli jako środka rezerwowego. Dzięki międzynarodowej cyrkulacji swojej waluty, kraj uzyskuje finansowanie od zagranicy po stosunkowo niskim koszcie⁸. Jeżeli kraj waluty międzynarodowej przeznaczy te środki na finansowanie deficytu bilansu obrotów bieżących, to renta sprowadza się do różnicy między kosztami wynikającymi z obsługi zobowiązań wchodzących w skład zagranicznych rezerw dewizowych a kosztami „normalnego” finansowania na warunkach handlowych. Jeżeli – z kolei – przeznaczy te środki na zagraniczne lokaty oraz inwestycje, to renta równa się różnicy między kosztami obsługi rezerw a dochodem uzyskiwanym z tych lokat i inwestycji, które finansowane są rezerwami w tej walucie.

Ponieważ kraj waluty międzynarodowej posiada wyjątkową zdolność do zadłużania się za granicą we własnej walucie, spadek realnej wartości długu, rozumiany jako spadek siły nabywczej pieniądza w wyniku inflacji, jaka ma miejsce na rynku światowym, lub jako deprecjacja kursu walutowego, pozwala uzyskać dodatkową korzyść w postaci „zysku kapitałowego” (*capital gain*). Równa się on sumie spadku realnej wartości zobowiązań i realnego wzrostu wartości zagranicznych lokat i inwestycji. Zysk kapitałowy można uznać za dodatkowy i obecnie właściwie trwały element renty walutowej, gdyż w systemie pieniądza papierowego występuje jak dotąd sekularna tendencja do obniżania siły nabywczej jednostek monetarnych (inflacji).

Kraj waluty międzynarodowej osiąga także inne korzyści. Jego rezydenci mają niższe koszty transakcji zagranicznych, gdyż rozliczają się w swojej walucie krajowej. Nie ponoszą więc kosztów wymiany walut i nie muszą ubezpieczać się przed ryzykiem kursowym. Zwiększa to ich konkurencyjność na rynkach zagranicznych, jeżeli angażują się w kontrakty handlowe. Ponadto banki komercyjne tego kraju mają większą liczbę klientów, zwiększoną bazę depozytową, więcej przychodów z tytułu opłat i prowizji oraz zwiększony popyt na kredyty i inne bankowe produkty finansowe. Również inne instytucje finansowe tego kraju mają dodatkowe przychody dzięki zwiększonej liczbie klientów zagranicznych. Wszystko to pozwala sektorowi finansowemu kraju waluty międzynarodowej zwiększyć zatrudnienie, a instytucjom działającym w jego ramach zapewnia większą rentowność niż gdyby były w sytuacji „normalnej”.

Wspomniano wyżej, że w gospodarce światowej kraj waluty międzynarodowej pełni rolę „banku” emitującego międzynarodowe środki płatnicze i z tego tytułu uzyskuje zarówno pewne „szczególne” (renta walutowa), jak i „zwykłe” korzyści. Te ostatnie są dostępne także niektórym innym krajom, posiadającym dobrze funkcjonujące systemy bankowe, wyspecjalizowanym w obsłudze klientów zagranicznych i mającym rozbudowane rynki finansowe, ale nieposiadającym walut międzynarodowych. Zrozumiałe jest jednak, że te „zwykłe” korzyści są atrybutem kraju waluty międzynarodowej w relatywnie szerszym zakresie.

Należy w tym miejscu podkreślić, że dla gospodarki światowej wykształcenie się walut międzynarodowych i krajów będących międzynarodowymi centrami rozliczeniowymi i finansowymi było zjawiskiem ogólnie rzecz biorąc pozytywnym. Pozwoliło bowiem ograniczyć rolę złota i uprościć rozliczenia międzynarodowe, a więc obniżyć koszty rozliczeń międzynarodowych i podnieść stopień ich pewności (przez eliminację wielu „słabszych” walut), co w rezultacie ułatwiało rozwój handlu międzynarodowego. Kumulowanie się światowego kapitału na określonych rynkach międzynarodowych przyczyniało się zaś do obniżenia kosztów finansowania i ułatwiało pozyskanie środków finansowych na cele rozwojowe lub rozwój handlu.

Międzynarodowa rola waluty wzmacnia zewnętrzną pozycję jej kraju – zwiększa popyt zagranicą na tę walutę, ułatwiając finansowanie deficytu rachunku bieżącego i/lub zewnętrzną ekspansję kapitałową. Oznacza to, że z granica finansuje jego gospodarkę

wewnętrzną i ekspansję zagraniczną, przy czym ma to miejsce w długim okresie i przy bardzo niskich kosztach pozyskania środków. Jest to bardzo wygodne dla kraju waluty międzynarodowej. Istotnie zwiększa jego pole manewru przy prowadzeniu polityki gospodarczej i zewnętrznej ekspansji gospodarczej oraz politycznej. Jest to „**szczególny, nadzwyczajny przywilej**” (*exorbitant privilege*)⁹, jaki uzyskuje kraj waluty międzynarodowej. Otwartą kwestią jest natomiast, czy kraj ten nie będzie nadużywał tego przywileju, tzn. czy będzie trwale dbał o stabilizację wewnętrzną wartości swojej waluty, prowadząc odpowiednią politykę gospodarczą, oraz o zewnętrzną wartość swojej waluty, prowadząc odpowiednią politykę bilansu płatniczego i politykę zagraniczną, nie dopuszczając do nadmiernej zewnętrznej podaży netto swej waluty. Odpowiednia postawa kraju waluty międzynarodowej zdaje się kluczowa dla stabilności międzynarodowego systemu walutowego i w konsekwencji dla stabilnego rozwoju całej gospodarki światowej.

Waluty międzynarodowe we współczesnej gospodarce światowej – dominująca pozycja dolara

Współcześnie w gospodarce światowej jest pięć walut, które pełnią funkcje walut międzynarodowych. Są nimi dolar Stanów Zjednoczonych (dolar), euro, funt szterling (funt), jen japoński (jen) i frank szwajcarski (frank), ale tylko dwie z nich – dolar i euro, pełnią te funkcje w pełnym i szerokim zakresie, pozostałe zaś w sposób ograniczony. Frank na przykład pełni głównie rolę jednostki rezerwowej. Najważniejszą walutą współczesnego świata jest bezsprzecznie dolar, co jest konsekwencją dominującej pozycji Stanów Zjednoczonych jako największej gospodarki w międzynarodowej polityce, handlu międzynarodowym i międzynarodowych finansach.

Znaczenie poszczególnych walut międzynarodowych w gospodarce światowej ilustrują m.in. wielkości oficjalnych rezerw trzymanyh w tych walutach (por. tabela 1). Według danych MFW dla 2008 r. udział dolara w oficjalnych rezerwach dewiz i złota wynosił ponad 36 %, euro zaś – 15 %. Od 2000 r. udział dolara zmniejszył się, a euro zwiększył. Pozostałe waluty jako waluty rezerwowe odgrywają stosunkowo małą rolę. Szczegółowe informacje na temat struktury walutowej są dostępne jednak tylko dla ok. 63 % oficjalnych rezerw dewizowych, w tym 87 % rezerw krajów rozwiniętych i 50 % rezerw pozostałych krajów. W rozpoznanej części oficjalnych światowych rezerw dewizowych w 2008 r. udział dolara wynosił 64 %, euro 26,5 %, funta 4,1 %, jena 3,3 %, a franka tylko – 0,1 %. Od 2000 r. udział dolara zmniejszył się o 7,1 p.p., podczas gdy euro wzrósł o 8,2 p.p. Ocenia się jednak, że w niezidentyfikowanej części oficjalnych rezerw dewizowych także przeważa dolar. Przyjmuje się, że jego udział w całości rezerw nie jest mniejszy niż w rozpoznanej części, czyli wynosi około dwóch trzecich¹⁰. Potwierdzają to różne analizy i okazjnie publikowane informacje na temat struktury walutowej rezerw krajów, które mają ich duże zasoby. Chiny, które mają (wrzesień 2010 r.) największe

oficjalne rezerwy dewizowe – 2,45 bln USD, podały ostatnio, że dolary stanowią w nich 65 %, euro – 26 %, funt – 5 %, jen – 3 %, a resztę – inne waluty, co prawie dokładnie odpowiada walutowej strukturze rozpoznanych oficjalnych rezerw, jaką podaje MFW¹¹.

Dominująca pozycja dolara jako waluty rezerwowej przejawia się także w tym, że jest on powszechnie stosowanym miernikiem wartości (kwotowania cen) na międzynarodowych rynkach najważniejszych surowców (np. ropy naftowej, gazu, wielu metali, zbóż, bawełny itd.). Również cenę złota na międzynarodowych rynkach tego metalu określa się w dolarach, co ma szczególne znaczenie, gdyż ciągle występuje ono jako składnik rezerw. Dolar jest też jedną z dwóch, obok euro, najważniejszych walut międzynarodowych rynków kapitałowych, a amerykańskie stawki procentowe kształtują na nich poziom stóp procentowych. Wszystko to powoduje, że dolar jest współcześnie najważniejszą walutą rozliczeniową świata. Szacuje się, że w 2007 r. na rynkach dewizowych wymiana dolara na inną walutę (w tym euro) stanowiła ponad 80 % transakcji, euro na inną walutę (poza dolarem) – 15 % i zaledwie kilka procent stanowiła wymiana walut trzecich wzajemnie na siebie¹². Przejawem dominującej gospodarczej pozycji Stanów Zjednoczonych i roli dolara jako głównej waluty współczesnego świata jest też pełnienie przez niego funkcji waluty kluczowej dla strefy walutowej, jaka wykształciła się wokół tego kraju.

TABELA 1. Oficjalne rezerwy złota i dewiz w latach 2000 i 2008 w mld USD i w %

Wyszczególnienie	2000		2008	
	mld USD	%	mld USD	%
Złoto	257,3	11,8	737,7	9,9
Dewizy – ogółem	1 931,6	88,2	6 709,2	90,1
w tym:				
Dolar	1 077,4	49,2	2 697,5	36,2
Euro	277,0	12,7	1 116,7	15,0
Funt	41,7	1,9	171,9	2,3
Jen	91,9	4,2	137,7	1,8
Frank	4,0	0,2	5,5	0,1
Inne	22,6	1,0	83,8	1,1
Niezidentyfikowane	417,0	19,1	2 496,0	33,5
Rezerwy ogółem	2 188,9	100,0	7 446,9	100,0

Uwagi: Kolumny nie sumują się ze względu na zaokrąglenia. Dane wyjściowe w jednostkach SDR; Przeliczenia własne według kursów z końca roku: w 2000 r. 1 SDR = 1,3 USD, a w 2008 r. 1 SDR = 1,54 USD; Wartość złota według ceny rynkowej z końca roku.

Źródło: Annual Report 2006, IMF, Washington August 2006, s. 130–131; Financial Report of Executive Board for Financial Year Ended April 30, 2009, IMF, Washington 2009, Appendix I, s. 2–3, kursy z: International Financial Statistics Yearbook 2008, IMF Publication Services, s. 2.

W celu uzyskania większego stopnia pewności i zmniejszenia kosztów w wymianie handlowej oraz obrotach kapitałowych większość krajów stosuje bowiem systemy walutowe ograniczające ryzyko kursowe (system zarządu walutowego, system stałego kursu, system pełzającego stałego kursu i zarządzanego kursu płynnego). Tylko stosunkowo nieliczna grupa krajów przyjęła zasadę, że rynek dewizowy swobodnie wyznacza kurs bieżący, a bank centralny nie ingeruje w ten proces. Tak kształtowany jest właśnie kurs dolara, euro, funta, jena i franka, a więc walut międzynarodowych. Wiele z tych krajów, które w taki czy inny sposób stabilizują kursy swoich walut, czyni to do którejś z dwóch najważniejszych obecnie walut rezerwowych – dolara lub euro. „Zakotwiczają” jakby swoje waluty w odniesieniu do tych dwóch walut (*exchange rate anchor*), tworząc w ten sposób strefy walutowe.

Dolara jako walutę odniesienia dla swojej lub zamiast własnej waluty przyjęło sześćdziesiąt sześć krajów, euro zaś – czterdzieści cztery, jeżeli do tej ostatniej grupy zaliczymy siedemnaście krajów, które własne waluty zastąpiły wspólną walutą (kraje Unii Gospodarczej i Walutowej – UWiG). We współczesnym świecie istnieją więc dwie olbrzymie strefy walutowe – strefa dolara amerykańskiego, obejmująca kraje Ameryki Północnej, Środkowej i Południowej i znaczną część Azji, w tym Chiny, a obok niej mniejsza strefa euro, obejmująca kontynentalne kraje Europy Zachodniej i Środkowej oraz niektóre kraje afrykańskie, tradycyjnie powiązane gospodarczo z byłymi europejskimi metropoliami – Francją i Belgią.

Z powyższej charakterystyki roli najważniejszych walut we współczesnym systemie walutowym wynika – jak się wydaje – jednoznacznie, że rola dolara jest absolutnie dominująca, że jest on pierwszorzędną, jedyną w pełnym tego słowa znaczeniu, walutą światową (*sole world currency*). W rozliczeniach multilateralnych jedynie euro można traktować jako jego konkurenta, tj. walutę, która obecnie w skali międzynarodowej pełni prawie wszystkie te funkcje co dolar, tyle że w węższym zakresie, i która w stosunkowo niedalekiej przyszłości, jeżeli pogłębi się integracja gospodarcza i polityczna krajów wchodzących w skład UWiG, mogłaby stać się równorzędną dolarowi walutą światową. Pozostałe waluty międzynarodowe – funt, jen i frank – pełnią swe funkcje w rozliczeniach multilateralnych w sposób bardzo ograniczony, ułomny, a więc albo nie pełnią wszystkich funkcji, albo czynią to w ograniczonym, regionalnym zakresie.

Można więc – z pewnym uproszczeniem – powiedzieć, że mniej więcej od trzeciej ćwierci XX w. międzynarodowy system walutowy jest „standardem dolara” i jego sprawność zależy od tego, czy Stany Zjednoczone, jako „bank światowy” emitujący tę walutę, spełniają ogólnie rzecz biorąc kryteria zaufania, jakie powinny być zachowane, aby dolar mógł w sposób stabilny pełnić swe funkcje. Kwestię tę, jak wskazano wyżej, należy rozpatrywać z punktu widzenia trzech problemów – płynności, zaufania i procesów dostosowawczych, przy czym aby nadmiernie nie rozszerzać zakresu rozważań, zostaną one skoncentrowane na procesach, jakie miały miejsce w obecnej dekadzie.

Zewnętrzna emisja dolara źródłem perturbacji

Zwraca przede wszystkim uwagę to, że w okresie 2000–2008 wystąpił duży wzrost zewnętrznej podaży netto dolara. Źródłem tej podaży był deficyt obrotów bieżących, który w latach 2001–2008 wyniósł łącznie prawie 5 bilionów dolarów i z rocznego poziomu 400–500 mld USD w okresie 2001–2003 podniósł się do poziomu 700–800 mld USD w latach 2004–2008¹³. W ujęciu względnym deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych, który kształtował się wcześniej na poziomie 4–5 % PKB, podniósł się do 7 % w 2008 r.¹⁴, co w analizach makroekonomicznych uznawane jest za dość wysoki wskaźnik.

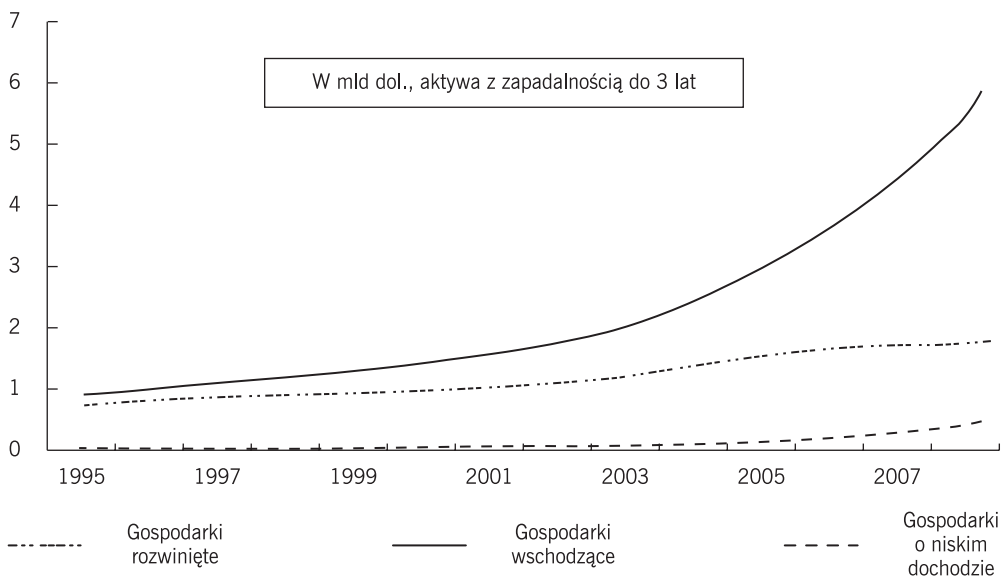
Specyficznymi czynnikami, jakie powiększały ten deficyt w latach 2004–2008, a nie występowały poprzednio w takiej skali, były wydatki związane z prowadzeniem wojny w Zatoce i wysokie wydatki na import ropy w związku ze wzrostem jej ceny. Od strony gospodarki wewnętrznej przyczynami deficytu obrotów bieżących były wzrost konsumpcji, spadek prywatnych oszczędności i zwiększenie się deficytu sektora publicznego. Ten ostatni w latach 1995–2002 wynosił średnio 1,6 % PKB, ale w latach 2003–2008 podniósł się do 3,9 %¹⁵. Zadłużenie amerykańskiego sektora publicznego utrzymywało się jednak na stabilnym poziomie – lekko powyżej 60 % PKB ze względu na stosunkowo wysokie tempo wzrostu gospodarczego, jakie miało miejsce w tym kraju. Zadłużenie wzrosło dopiero w 2008 r., kiedy deficyt sektora publicznego osiągnął poziom 5,9 % PKB, a w kraju rozpoczynała się recesja spowodowana przez kryzys finansowy.

Wzrost zewnętrznej podaży netto dolara spowodował gwałtowny wzrost rezerw walutowych krajów nadwyżkowych – głównie tzw. krajów „wznoszących się” (*emerging economies*), ale także innych krajów rozwijających się. Wzrost rezerw walutowych w poszczególnych grupach krajów w ujęciu nominalnym i w stosunku do PKB obrazują rysunki 1 i 2 – trzeba pamiętać, że 60–65 % tych rezerw to aktywa dolarowe. Kilka zjawisk wskazuje na to, że zewnętrzna podaż netto dolara stała się zbyt duża. Wyrazem tego była przede wszystkim wyraźna tendencja do deprecjacji jego kursu do innych najważniejszych walut świata, w ujęciu realnym w okresie od 2002 do 2008 r. kurs dolara spadł bowiem o 25 %. Ponadto pojawiła tendencja do większej dywersyfikacji walutowej struktury oficjalnych rezerw walutowych w celu podtrzymania ich wartości. Ponieważ pozostałe kraje rozwinięte, w tym te, których waluty pełnią funkcję walut międzynarodowych, miały nadwyżkę w rachunku bieżącym¹⁶ i waluty można było pozyskać jedynie poprzez operacje kapitałowe, stanowiło to dodatkowy bodziec do wzrostu ich kursu. Ponieważ podaż dewiz denominowanych w walutach innych niż dolar oraz jednostek SDR była ograniczona, miało miejsce zwiększone zainteresowanie złotem jako aktywem rezerwowym, szczególnie ze strony inwestorów prywatnych. W latach 2003–2008 cena kruszcu wzrosła prawie dwukrotnie.

Inaczej mówiąc, nadmierna zewnętrzna podaż netto dolara spowodowała spadek zaufania do niego, co wyraziło się w tendencji do obniżania się kursu i próbach „ucieczki” od niego wyrażających się w zwiększaniu udziału innych walut i złota w rezerwach. Po-

jawiała się także tendencja do dywersyfikacji struktury aktywów rezerwowych z punktu widzenia klasy ryzyka. Zwiększoną część oficjalnych rezerw zaczęto lokować w długoterminowe instrumenty finansowe w celu poprawy rentowności portfela. Niektóre państwa, posiadające ich zdaniem nadmierne oficjalne rezerwy walutowe, przelały część środków do specjalnie w tym celu tworzonych państwowych funduszy inwestycyjnych (*sovereign funds*), lokujących zasoby w udziałowe papiery wartościowe, nieruchomości i inne długoterminowe aktywa, które w przyszłości powinny zapewnić lepszą ochronę kapitału niż aktywa tradycyjnie wchodzące w skład rezerw dewizowych.

RYСУNEK 1. Wielkość rezerw walutowych posiadanych przez poszczególne grupy krajów

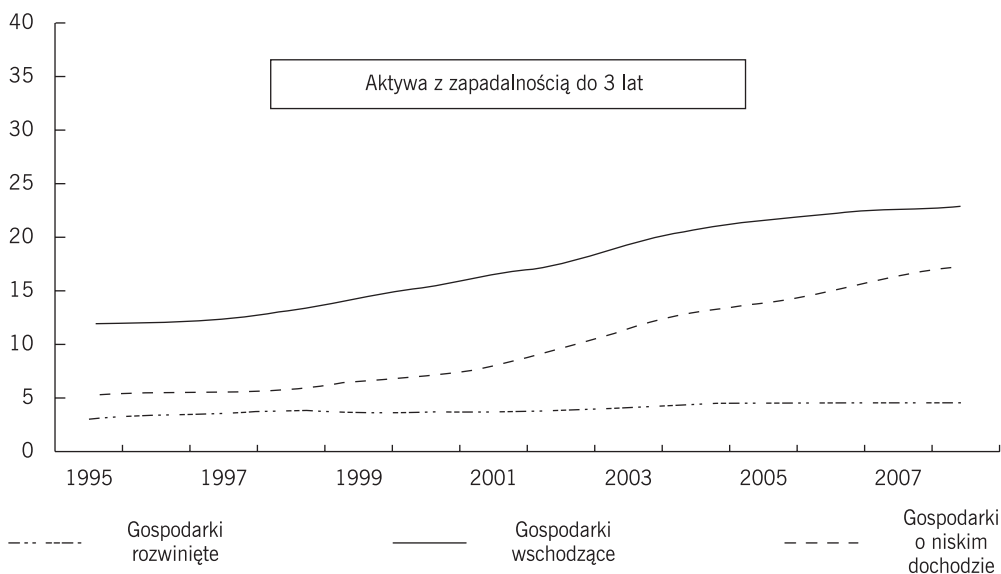


Źródło: I. Mateos y Lago, R. Duttagupta, R. Goyal, op.cit, s. 9.

Spadek zaufania do dolara jako waluty światowej, jaki nastąpił pod koniec ostatniej dekady, nie miałby być może miejsca, gdyby nie dwa czynniki.

1. Stany Zjednoczone nie podjęły właściwie żadnych działań, które miałyby doprowadzić do zmniejszenia deficytu obrotów bieżących, polegając wyłącznie na mechanizmie kursowym.
2. W połowie 2008 r. na amerykańskim rynku finansowym rozpoczął się kryzys, który następnie rozlał się (*spill over*) na cały świat, przekształcając się w globalny kryzys finansowy. Recesja, jaką on wywołał, w grupie krajów rozwiniętych i niektórych krajach rozwijających się dodatkowo pogłębiła nieufność do dolara, wywołując zabezpieczające i spekulacyjne ruchy kapitału w skali międzynarodowej.

RYSUNEK 2. Rezerwy walutowe posiadane przez poszczególne grupy krajów w stosunku do PKB



Źródło: I. Mateos y Lago, R. Duttgupta, R. Goyal, op.cit, s. 9.

W latach 2003–2008 mechanizm kursowy nie zadziałał, nie spowodował zmniejszenia deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych, gdyż ekspansywna wewnętrzna polityka gospodarcza (obniżka podatków, niskie stopy procentowe) stymulowały popyt wewnętrzny i w konsekwencji także import. Wydatki na zbrojenia dodatkowo pobudzały popyt wewnętrzny, a zagraniczne wydatki na prowadzenie wojen w Iraku i Afganistanie zwiększały deficyt obrotów bieżących. Ponadto spadek kursu dolara odnosił się tylko do niektórych walut – waluty krajów wchodzących w skład strefy dolarowej utrzymywały swoje kursy na niezmiennym poziomie lub tylko lekko je modyfikowały.

Przykładem takiej polityki są Chiny, które kurs swojego renminbi (juana) stabilizują do dolara, pozwalając na stosunkowo nieznaczną aprecjację swojej waluty do waluty amerykańskiej. Stany Zjednoczone są najważniejszym rynkiem zbytu chińskich produktów eksportowych i Chiny mają z nimi bardzo dużą strukturalną nadwyżkę bilansu handlowego. Utrzymywanie się stabilnego kursu renminbi do dolara doprowadziło w końcu do tego, że Chiny zgromadziły olbrzymie (ok. jednej czwartej światowych rezerw) rezerwy dewizowe, głównie w dolarach. W podobnej sytuacji jest Japonia, która wprawdzie ma swobodnie zmieniający się kurs swojej waluty do dolara, ale pomimo jego aprecjacji, dzięki wzrostowi wydajności w przemyśle eksportowych i obniżkom marż, utrzymała strukturalnie dodatnie saldo bilansu handlowego ze Stanami Zjednoczonymi, a w konsekwencji zgromadziła znaczące (ok. 14 % światowych rezerw) rezerwy dewizowe, też głównie w dolarach.

Nie tylko kraje z silnym eksportem produktów przemysłowych, takie jak Chiny i Japonia, zgromadziły duże rezerwy dolarowe. W takiej sytuacji znalazły się również kraje naftowe – Arabia Saudyjska i Rosja. Ponieważ spadek kursu dolara nie łączył się do 2008 r. ze zmniejszeniem popytu wewnętrznego w Stanach Zjednoczonych, nie nastąpiło zmniejszenie popytu na międzynarodowych rynkach surowcowych, a utrzymujące się wysokie tempo wzrostu uprzemysławiających się krajów azjatyckich ze strefy Wschodniego Pacyfiku nie tylko powodowało utrzymywanie się, ale i wzrost popytu na podstawowe surowce, przede wszystkim ropę naftową. Ciągnęło to ceny ropy do góry, przyczyniając się do pogorszenia bilansu handlowego Stanów Zjednoczonych.

Kryzys finansowy, jaki rozwinął się w Stanach Zjednoczonych w 2008 r., zachwiały zaufaniem do ich waluty, ponieważ spowodował gwałtowną przecenę (spadek cen, kursów) wielu aktywów finansowych, w tym także tych, które traktowano dotąd jako całkowicie bezpieczne (pierwszorzędne ratingi). Straty były tak duże, że spowodowały bankructwa wielu instytucji finansowych i zachwiały pozycją wielu innych, w tym największych banków amerykańskich, które nie mogły obyć się bez wsparcia państwa. Wywołało to naturalnie ucieczkę zagranicznych kapitałów ze Stanów Zjednoczonych, co stało się kolejnym bodźcem dla wzrostu kursu euro, jena i franka oraz ceny złota¹⁷.

W listopadzie 2009 r. kurs euro do dolara podniósł się do rekordowego poziomu – 1 euro równe było ponad 1,5 USD. W roku następnym tendencja w kształtowaniu kursu dolara odwróciła się. Głęboka recesja, jaka ogarnęła gospodarki krajów Europy, w tym kraje UGiW, spowodowała straty na kredytach i innych aktywach finansowych będących w portfelach banków europejskich, co łącznie z przeceną amerykańskich aktywów mocno naruszyło ich bazę kapitałową, zmuszając państwa do interwencyjnych działań sanujących. Szczególnie trudna sytuacja wytworzyła się w systemach bankowych Wielkiej Brytanii, Irlandii oraz Islandii. Nałożyły się na to następnie problemy z gwałtownym pogorszeniem się kondycji sektora finansów publicznych w Grecji i możliwościami wystąpienia podobnej sytuacji w Hiszpanii, Portugalii i Irlandii. Naturalną kolejną rzeczą wywołało to spadek zaufania do euro i innych walut europejskich i ich kurs do dolara poszybował w dół, jako że kapitał zagraniczny zaczął odpływać z Europy, kierując się z powrotem do Stanów Zjednoczonych. Kurs euro do dolara spadł w połowie 2010 r. do 1,20–1,30 USD za euro, czyli do poziomu, na jakim kształtował się mniej więcej w okresie 2003–2006¹⁸.

Wzrost kursu dolara w 2010 r. nie świadczy jednak o odbudowaniu się zaufania do tej waluty. Czynniki wpływające na osłabienie jego pozycji nie zostały usunięte, o czym świadczy wzrost kursu franka do dolara do historycznie najwyższego poziomu, a kursu jena – do poziomu bliskiego najwyższemu. Tylko ograniczona pojemność szwajcarskiego i japońskiego rynku finansowego powodowała, że nie „ucieкло” tam ostatnio więcej kapitałów. We wrześniu 2010 r. cena złota osiągnęła także historycznie najwyższy poziom – 1,265 USD za uncję¹⁹.

„Szczególny przywilej” i renta walutowa Stanów Zjednoczonych

Wyjątkowa pozycja, jaką współcześnie zajmuje dolar w międzynarodowym systemie walutowym, jest dla Stanów Zjednoczonych źródłem nadzwyczajnych i unikalnych korzyści. Stany Zjednoczone uzyskały:

1. Nadzwyczajny przywilej, który określa się mianem szczególnego, nadmiernego przywileju (*exorbitant privilege*) w prowadzeniu swojej polityki gospodarczej i zagranicznej. Nie muszą liczyć się z ograniczeniami bilansu płatniczego jak inne kraje, mając zapewnione automatyczne, tanie finansowanie swoich zewnętrznych wydatków, gdyż płacą swoją walutą. Trzeba podkreślić, że wykorzystywały ten przywilej w pełni. Prowadziły wewnętrzną politykę gospodarczą i politykę zagraniczną bez uwzględniania, jakie to będzie miało konsekwencje dla stabilności międzynarodowego systemu walutowego. Doprowadziło to w końcu do globalnego kryzysu finansowego, światowej recesji i kryzysu walutowego. Ale trzeba też przyznać, że w okresie 2001–2008 gospodarka światowa rozwijała się wyjątkowo szybko – średnie roczne tempo wzrostu światowego PKB wynosiło w tym okresie prawie 4 %, podczas gdy w poprzedniej dekadzie – 3,1 %. Nawet po uwzględnieniu recesyjnego roku 2009, gdy PKB obniżył się o 1,1 %, i przy ewentualnym, przewidywanym jego wzroście o 3,1 % w 2010 r. – średnioroczna dynamika dla całej bieżącej dekady byłaby wyższa niż dla poprzedniej o 0,3 p.p.²⁰
2. Bardzo duże dochody z tytułu renty walutowej i zysków kapitałowych, których szacowanie jest bardzo trudne ze względu na brak²¹ bądź niepełne lub niedostateczne dane.

Przyjmując, że źródłem renty walutowej jest różnica oprocentowania, jakie Stany Zjednoczone płacą od swoich zobowiązań i rentowności, jaką uzyskują, można pokusić się o przybliżone określenie pozyskiwanych dochodów. Gdyby w latach 2001–2008 Stany Zjednoczone musiały sfinansować deficyt obrotów bieżących, który wyniósł 5 bln USD, importem kapitału i gdyby to były tylko kredyty i pożyczki, to koszt finansowania musiałby być co najmniej o 2–3 p.p. wyższy niż oprocentowanie amerykańskich aktywów dłużnych, jakie zagranica pozyskała w zamian za dostarczone towary i usługi. Przyjmując średnie zadłużenie z tytułu deficytu obrotów bieżących w wysokości 2,5 bln USD, dodatkowe koszty oprocentowania wynosiłyby 0,5–0,75 bln USD.

Pomimo deficytu obrotów bieżących Stany Zjednoczone w całym tym okresie były eksporterem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich i inwestycji portfelowych w akcje i długoterminowe obligacje. Tylko w latach 2003–2008 zagraniczne inwestycje bezpośrednie zwiększyły się o 1,7 bln USD. Przyjmując, że średnia roczna wartość tych inwestycji wynosiła 2,85 bln USD, a różnica w rentowności wynosiła 8–10 p.p., Stany Zjednoczone uzyskały w tym okresie dochód w wysokości 1,4–1,7 bln USD.

Występowanie renty walutowej przejawia się niewątpliwie w pozycji dochody w rachunku bieżącym. Stany Zjednoczone są obecnie krajem dłużniczym. W 2008 r. ich

aktywa zagraniczne były o 2,7 bln USD niższe niż zobowiązania. Pomimo to rachunek dochodów mają nadwyżkowy. W bilansie płatniczym za lata 2003–2008 ich przychody od aktywów zagranicznych były od 50–150 mld USD wyższe niż wydatki.

Z tytułu deprecjacji kursu dolara i wzrostu cen zagranicznych aktywów, Stany Zjednoczone także odnosiły w omawianym okresie olbrzymie zyski kapitałowe – ich aktywa denominowane są bowiem w większości w walutach obcych lub mają formę aktywów materialnych (inwestycje bezpośrednie), z kolei ich zobowiązania są w przeważającej mierze denominowane w dolarach.

Zyski kapitałowe odbijają się na międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kraju. Wspomniano wyżej, że Stany Zjednoczone mają ją obecnie ujemną, czyli są krajem dłużniczym. R. Clarida zrobił szacunki zysków kapitałowych, jakie uzyskały Stany Zjednoczone w okresie 2002–2008. Wynika z nich, że gdyby nie zyski pozyskiwane w poszczególnych latach, ich pozycja netto byłaby gorsza o 1,3 bln USD. Same zyski kapitałowe z tytułu zmian cen zagranicznych aktywów i zmian kursu dolara szacuje na 1,2 bln USD²².

Podsumowanie

Po złamaniu się systemu Bretton Woods w latach siedemdziesiątych ubiegłego wieku, międzynarodowy system walutowy przekształcił się w standard dolarowy, przy czym największe i najbardziej rozwinięte kraje wprowadziły u siebie zmienne kursy walutowe. Inne (w większości) stabilizowały kursy swoich walut do dolara lub (w mniejszości) do walut innych największych i najbardziej rozwiniętych krajów.

Podstawowym elementem mechanizmu dostosowawczego stały się zmiany kursów dla tych krajów, które wprowadziły kursy zmienne, lub zmiany wewnętrznej polityki gospodarczej dla tych, które stabilizowały kursy swoich walut do wybranej waluty kluczowej. System ten umożliwia Stanom Zjednoczonym uzyskanie bardzo wysokich dochodów w postaci renty walutowej i zysków kapitałowych. Stany Zjednoczone uzyskały także „szczególny, nadmierny przywilej” prowadzenia wewnętrznej polityki gospodarczej i polityki zagranicznej bez konieczności liczenia się z ograniczeniami bilansu płatniczego. Z przywileju tego korzystały bardzo intensywnie w pierwszej dekadzie obecnego wieku, znacznie zwiększając zewnętrzną podaż netto dolara i starając się przerzucić koszty dostosowania się (przywrócenia równowagi) na resztę świata.

Kryzys finansowy, jaki rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych latem 2008 r. i następnie „rozlał” się po całym świecie, uwypuklił wewnętrzne niedoskonałości obecnego „standardu” międzynarodowego systemu walutowego wynikające z „nadmiernego uprzywilejowania” USA – zbytniego uzależnienia świata od dolara, arbitralnej polityki Stanów Zjednoczonych i sytuacji ich gospodarki. W związku ze zmianami, jakie zaszły w strukturze gospodarki światowej (powstanie UGiW i strefy euro, awans gospodarczy

Chin, Indii i Brazylii, wzmocnienie finansowe Rosji i innych krajów naftowych), co raz wyraźniej przejawia się tendencja, aby ograniczyć „nadmierny przywilej” Stanów Zjednoczonych i ich korzyści z renty walutowej, a międzynarodowy system walutowy oprzeć na bardziej zdwersyfikowanej bazie monetarnej oraz szerszej koordynacji polityki gospodarczej w celu przeciwdziałania zaburzeniom, jakie występują na rynkach walutowych.

Przypisy

¹ K. Lutkowski, *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 11–12.

² Ch.P. Kindleberger, *International economics*, Fourth Edition, Richard D. Irwin, Inc., Homewood Illinois 1968, s. 513 (tłumaczenie własne).

³ Waluty międzynarodowe wykształciły się właściwie już w okresie mono-bimetalicznego systemu pieniężnego. W przypadku systemu waluty srebrnej, monety bite w niektórych krajach stały się popularnym środkiem płatniczym w rozliczeniach zagranicznych i były stosowane nawet w wewnętrznym obiegu monetarnym innych krajów. W późnej fazie rozwoju system waluty złotej przekształcił się w system waluty dewizowo-złotej, tj. system, w którym rozliczenia międzynarodowe oparte były w znacznym stopniu na walutach międzynarodowych, bowiem niektóre kraje nie były w stanie lub nie chciały gromadzić odpowiednich rezerw kruszcu.

⁴ Por. M. Melvin, *International Money and Finance*, Pearson Addison Wesley, Boston 2004, s. 64.

⁵ Należy podkreślić, że zarówno proces przekształcania się waluty w walutę międzynarodową, jak i proces ograniczania jej funkcji przebiegają w bardzo długim okresie, zazwyczaj kilkudziesięciu lat.

⁶ Por. np. Ch.P. Kindleberger, *op.cit.*, s. 342.

⁷ Taka sytuacja występuje współcześnie. Starania w zakresie koordynacji polityki gospodarczej, jakkolwiek nie jest to łatwy proces ze względu na często przeciwstawne interesy, mają miejsce na różnych płaszczyznach. Kraje wysoko rozwinięte podejmują takie próby w ramach klubów G-7, G-8 i G-20. Dużą rolę w zakresie modyfikacji polityki gospodarczej w celu zachowania równowagi płatniczej, szczególnie krajów rozwijających się, ma MFW i Bank Światowy. Istnieje także regionalna współpraca w tym zakresie, aby wspomnieć choćby Unię Europejską, która wypracowała pewne graniczne parametry (tzw. kryteria z Maastricht), jakie powinny być przestrzegane przez kraje członkowskie w ich polityce gospodarczej. Por. także K. Lutkowski, *op.cit.*, s. 21–22.

⁸ Zobowiązania w postaci banknotów są zupełnie nieoprocentowane, a dodatkową korzyścią jest to, że pewna ich część ulega całkowitemu zniszczeniu w trakcie cyrkulacji, zagraniczne zaś rezerwy dewizowe ze względu na klasy aktywów, jakie wchodzi w ich skład, należą do portfeli inwestycyjnych o najniższej rentowności.

⁹ I. Mateos y Lago, R. Duttagupta, R. Goyal, *The Debate on the International Monetary System*, IMF Staff Position Note, 2009 Nov. 11, SPN/09/26, s. 7.

¹⁰ Na marginesie można dodać, że udział kruszcu w rezerwach oficjalnych wyniósł w 2000 r. 12 %. Pomimo ponad trzykrotnego wzrostu oficjalnych rezerw w okresie 2000–2008 jego udział utrzymał się mniej więcej na tym samym poziomie, wyniósł bowiem ok. 10 %. Ilość złota w rezerwach oficjalnych organów walutowych nie zwiększyła się jednak, a faktycznie zmniejszyła się o blisko 10%. Złoto zachowało stosunkowo duży udział w oficjalnych rezerwach dzięki skokowemu wzrostowi ceny. W końcu 2000 r. cena kruszcu wynosiła ok. 274,5 USD za uncję trojańską (31,1 g), a pod koniec 2008 r. – 869,8 USD. Następnie cena złota wzrosła jeszcze bardziej, osiągając w końcu 2009 r. poziom 1087 USD i bijąc kolejny rekord we wrześniu 2010 r. – 1270 USD. Rezerwy złota skoncentrowane są w wysoko rozwiniętych krajach – przypadają na nie prawie 83 % światowych rezerw tego kruszcu, z czego na Stany Zjednoczone 27,2 % (2008 r.). W latach 2000–2009 wielkość amerykańskich rezerw złota prawie nie zmieniła się – od 2003 r. wynosi 261,5 mln uncji, a w 2000 r. były one większe tylko o 0,1 mln uncji; www.imfstatistics.org/imf/.

¹¹ Por.: Rare peek shows dollar dominates China reserves, „International Herald Tribune” 2010, September 4–5, s. 11. IHT podał informację na podstawie artykułu Hu Xiaolian – wiceprezesa Ludowego Banku Chin – opublikowany w angielskojęzycznym periodyku tego banku. W Chinach informacje na temat struktury oficjalnych rezerw były dotąd traktowane jako tajne.

¹² Por. I. Mateos y Lago, R. Duttagupta, R. Goyal, op.cit., s. 9.

¹³ Global Financial Stability Report – Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System, IMF, Washington, Statistical Appendix, April 2010, s. 186 (obliczenia własne).

¹⁴ Szacuje się, że w 2008 r. czynniki te zwiększyły deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych o 2 p.p. Por. Perspective on the Global Economic Landscape and the Role of the Dollar, Address by John Lipsky First Managing Director, International Monetary Fund at the Brooking Institute, Washington, DC, July 22, 2008, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2008/072208.htm>, s. 4.

¹⁵ Global Financial Stability Report, op.cit., s. 183 (obliczenia własne).

¹⁶ W 2008 r. kraje strefy euro jako całość miały deficyt. Wyniósł on niecałe 93 mld USD i był ponad siedmiokrotnie niższy od amerykańskiego.

¹⁷ Kurs funta nie rósł równolegle, ponieważ okazało się, że gospodarka brytyjska przeżywa podobne problemy jak amerykańska.

¹⁸ International Financial Statistics, IMF, September 2010, s. 1340–1341.

¹⁹ Pod koniec 2010 r. i na początku następnego cena złota wzrosła jeszcze bardziej, przekraczając znacznie poziom 1300 USD za uncję.

²⁰ Dane z Global Financial Stability Report, op.cit., s. 169 (obliczenia własne).

²¹ Nie wiadomo – na przykład – jak znaczna część banknotów emitowanych przez Rezerwę Federalną znajduje się poza granicami Stanów Zjednoczonych.

²² R. Clarida, With Privilege Comes?, <http://www.pimco/Pages>.

Bibliografia

Clarida R, With Privilege Comes?, <http://www.pimco/Pages>

Global Financial Stability Report – Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System, IMF, Washington, Statistical Appendix, April 2010

International Financial Statistics, IMF, September 2010

Kindleberger Ch.P., International economics, Fourth Edition, Richard D. Irwin, Inc, Homewood Illinois 1968

Lutkowski K, Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki, PWN, Warszawa 2007

Mateos y Largo I., Duttagupta R., Goyal R., The Debate on the International Monetary System, IMF Staff Position Note, Nov. 11, 2009, SPN/09/26

Melvin M., International Money and Finance, Pearson Addison-Wesley, Boston 2004

Perspective on the Global Economic Landscape and the Role of the Dollar, Address by John Lipsky First Managing Director, International Monetary Fund at the Brooking Institute, Washington, DC, July 22, 2008 <http://www.imf.org/external/np/speeches/2008/072208.htm>

Rare peek shows dollar dominates China reserves, „International Herald Tribune” 2010, September 4–5

Currency rent and „special privilege” in the international financial relations

Summary

The nature of the international monetary system lies in ensuring effective functioning of the currency markets, i.e. the effective exchange of national currencies. Currently, the exchange of particular currencies has been carried out through the so-called international currencies. Their role is held by the currencies of the largest and most developed countries, which have banking systems specialised in servicing the foreign clients and well developed, liquid financial markets, particularly treasury stock markets.

The most important international currencies are currently dollar and euro. The role of other international currencies is significantly less important. The dominant position held by the United States economy since the mid twentieth century, has led to the situation where its currency became the major international currency. This manifests *inter alia* in the fact that the share of dollar in turnover of the currency markets comprises about 80%, while in official currency reserves 64–67%.

The position of dollar as the only world currency is a source of advantages for the United States. The most important of them is currency rent and „special, exorbitant privilege”. Also other countries that have international currency participate in currency rent; however, the scope of profits that they gain through it is much lower than in case of the USA. In case of the United States, „special, exorbitant privilege” means that this country can afford carrying out the expansive domestic and foreign policy without taking into account limitations of balance of payment for a long time. It may finance its own external expenditures with issuing its own currency. In the first decade of the 21st century, the United States took advantage of this particular privilege to the extent that caused exorbitant net demand for dollar. It became an autonomous cause of disorders in functioning international currency system, as it led to fluctuation of exchange rates, which in turn worsened problems caused by global financial crisis on the world’s economy.