

Wpływ polityki kursowej na międzynarodowe przepływy kapitałowe w latach 90. XX wieku

Tadeusz T. Kaczmarek

Polityka kursu wymiany walut jest jednym z głównych przedmiotów prowadzonej obecnie dyskusji na temat możliwości usprawnienia funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego i finansowego. Analizując ostatnie kryzysy walutowe i zadłużeniowe w krajach wschodzących, stwierdza się, że we wszystkich tych krajach obowiązywały sztywne kursy, które w czasie łagodzenia kryzysu ustąpiły miejsca systemom z płynnym kursem. Jednocześnie pod adresem krajów wysoko rozwiniętych wysuwane są zarzuty, że kursy ich walut nie były dostatecznie stabilne i że przyczyniło się to rzekomo do załamania całego systemu kursów stałych.

Wydaje się jednak, że gwałtownie rosnące przepływy kapitałowe między krajami wysoko uprzemysłowionymi a wschodzącymi osłabiły chęć utrzymywania kursów stałych. Utrzymanie stabilnych kursów w dłuższych okresach jest możliwe wtedy, kiedy całą politykę gospodarczą państwa konsekwentnie podporządkowuje się polityce kursowej. W praktyce nie jest to jednak możliwe.

Współczesne stosunki ekonomiczne i finansowe między krajami uprzemysłowionymi a rozwijającymi się cechuje liberalizacja przepływów kapitałowych. Proces ten zainicjowała liberalizacja przepływów kapitałowych między krajami wysoko rozwiniętymi. Decyzja ta była początkowo hamowana przez brak wzajem-

Tabela 1 Import kapitałów netto do krajów rozwijających i transformujących się w latach 1971 do 2001 (w mld USD, średniorocznie)

Kraje	1971–1979	1980–1989	1990–1999	2000–2001
Łącznie	25,5	45,3	154,3	41,0
Ameryka Południowa	14,8	17,1	57,7	19,1
Kraje azjatyckie objęte kryzysem (Indonezja, Korea, Malesja, Filipiny i Tajlandia)	5,6	8,7	27,4	- 12,4
Pozostałe państwa azjatyckie	3,7	11,1	17,9	15,8
Europa bez b. ZSRR	–	–	18,2	3,4
Afryka i Bliski Wschód	1,4	8,4	33,2	-14,9

Źródło: dane MFW, BŚ oraz Deutsche Bundesbanku.

nego zaufania w skali międzynarodowej oraz chęć utrzymania własnego stabilnego pieniądza. Uświadomienie sobie płynących z tego korzyści (w warunkach globalizacji) wymagało czasu i zwiększenie przepływów nastąpiło dopiero na początku lat 90. Proces ten otrzymał skuteczne instrumentalne wsparcie ze strony komputerów oraz technik elektronicznego przesyłu i przetwarzania danych. Rynki finansowe krajów uprzemysłowionych zostały dość szybko połączone i zintegrowane, a kapitały zaczęły swobodnie krążyć.

W ślad za tym nastąpiła liberalizacja międzynarodowych transakcji kapitałowych w krajach wschodzących oraz w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, które po 1989 r. rozpoczęły transformację systemową swoich gospodarek. Otwarcie gospodarek na transakcje kapitałowe wyzwoliło strumień bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Ponadto banki komercyjne i przedsiębiorcy w tych krajach uzyskali możliwość zaciągania kredytów w bankach zagranicznych na dość dobrych warunkach. Jednak zarówno kredytodawcy, jak i kredytobiorcy wskutek wymaganych gwarancji państwowych i obowiązujących stałych kursów mieli poważne trudności z właściwą oceną ryzyka. Dodatkowo, w krajach realizujących reformy powstała atmosfera zaufania, która umożliwiła rządów tych państw pozyskiwanie kapitałów na rynkach międzynarodowych.

Napływ kapitałów netto do krajów rozwijających się i krajów transformujących wzrósł według danych MFW z 45 mld USD rocznie w latach 1980–1989 do 154 mld USD rocznie w okresie 1990–1999. Następnie, wskutek kryzysu zadłużeniowego dopływ kapitałów zmniejszył się do 41 mld USD rocznie w latach 2000–2001 (por. tabelę 1). Badając strukturę strumieni kapitałowych w krajach rozwijających się, stwierdza się od początku lat 90. coraz większy udział prywatnych kredytodawców i inwestorów. W latach 1990–1999 ich udział wynosił 81%. W bezpośrednich inwestycjach zagranicznych (BIZ) prywatni inwestorzy zaczęli występować już pod koniec lat 80. Prywatni inwestorzy dają gwarancję, że kapitał nie będzie nagle wycofany, że dostarczone zostaną nowe technologie oraz udostępniony

zostanie organizacyjny *know-how*. Temu procesowi towarzyszyła szybka prywatyzacja banków i przedsiębiorstw państwowych, co nie jest oceniane jednoznacznie pozytywnie.

W sytuacji narastającego światowego kryzysu gospodarczego w krajach rozwijających się wystąpiły negatywne zjawiska, które skłoniły prywatnych kredytodawców i inwestorów do wycofania się z tych rynków. Jednocześnie rządy tych państw same ograniczyły swoje budżety i zmniejszyły zapotrzebowanie na kredyty w sytuacji deficytów budżetowych.

Postępująca integracja rynków finansowych państw wysoko rozwiniętych i rosnące przepływy kapitałów do krajów rozwijających się spowodowały jednak pewne konsekwencje dla polityki kursowej współpracujących państw. Ścisłe powiązania finansowe między różnymi obszarami walutowymi oznaczają, że współpracujące kraje mogą finansować deficyty swoich bilansów płatniczych tak długo, jak długo istnieje pewność, że będą spłacać odsetki i raty kapitałowe. Mając to na uwadze, należy się liczyć z gwałtownymi zmianami na międzynarodowym rynku kapitałowym w przypadku wystąpienia poważniejszych zakłóceń.

Rządy wielu państw oczekują większego wzrostu gospodarczego wskutek napływu kapitałów, a także zwiększonych dostaw urządzeń i usług zagranicznych, ponieważ spodziewają się tego krajowi inwestorzy i konsumenci. W takiej sytuacji podniesienie wartości własnej waluty może być dobrym posunięciem, zachęcającym importerów do dostaw. Jednocześnie należy przyhamować eksport i na obszarze własnej waluty ustabilizować ceny. I odwrotnie, utrata zaufania wobec partnera na rynkach finansowych, obecnie silnie powiązanych, może prowadzić do powstania poważnych problemów płatniczych, kiedy kredytodawca nie uruchomi następnych transz. W takiej sytuacji pomocne może się okazać zdevaluowanie waluty, aby poprawić własną pozycję na rynku międzynarodowym, zwiększając eksport i spłacając część swojego długu. Z tego wynika wniosek, że duże przepływy kapitałowe na rynkach międzynarodowych wymagają płynnych kursów.

Czy istnieje alternatywa wobec *floatingu* podstawowych walut?

Przejście do płynnych kursów było konsekwencją przedstawionych perturbacji. Obecny system walutowy jest zdominowany przez USD, euro i jena. Według informacji Banku Rozrachunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements*), na te trzy waluty przypada 3/4 wszystkich transakcji dewizowych, łącznie z transakcjami terminowymi i swapowymi. Każda z tych walut podlegała zmiennym kursom w następstwie załamania się porządku stałych kursów przyjętych w Bretton Woods. Od marca 1973 r. zaczął obowiązywać nowy porządek światowego systemu walutowego, kiedy wiele państw, w tym także Republika Federalna Niemiec, wstrzymało zakupy dolarów amerykańskich na rynkach walutowych i wspólnie zaczęło stosować kursy płynne (*floating*). Utrzymywanie stałych kursów na rynkach światowych okazało się niemożliwe. Również obecnie EBC troszczy się przede wszystkim o utrzymanie wewnętrznej siły nabywczej euro w Unii Europejskiej.

Podstawą stosowania *floatingu* jest wykorzystanie określonej waluty do wytworzenia odpowiedniego produktu społecznego. Dla całego obszaru euro stopień otwartości gospodarki na poziomie 19% leży poniżej porównywalnego wskaźnika dla Republiki Federalnej Niemiec przed jej przystąpieniem do Unii Gospodarczej i Walutowej, który wynosił 28%. (Stopień otwartości liczony jest jako średnia eksportu i importu towarów oraz usług w stosunku do PKB.) Jeszcze bardziej zmniejszył się wskaźnik otwartości w małych państwach europejskich, np. w Belgii, Holandii, dla których handel towarami i usługami z innymi obszarami walutowymi ma jeszcze większe znaczenie, bowiem aż odpowiednio 73% i 50%. Dla Stanów Zjednoczonych wskaźnik ten wynosi tylko 12%, a dla Japonii 10%. Dla tych państw płynny kurs walut ma zatem mniejsze znaczenie.

Jak się wydaje, nad gwałtownymi i krótkoterminowymi zmianami kursów można panować. Wahania te w odniesieniu do najważniejszych walut w porównaniu z innymi zmiennymi na rynkach finansowych (np. kursem akcji) utrzymują się w dolnym przedziale wahań. Ponadto można skorzystać z instrumentów zabezpieczających. Jednak znaczne wahania kursowe w krótkim okresie mogą przynieść negatywne skutki krajom posiadającym główne waluty. Przy tej okazji warto zauważyć, że nie istnieje obiektywna miara, pozwalająca ustalić dopuszczalne pasmo wahań kursowych, a zatem nie można większych wahań uznać za błędne. Kurs podlega określonym wahanom w sytuacji napływu i odpływu kapitałów, co należy uznać za normalne zjawisko. Uczestnicy rynku finansowego niekiedy jednak celowo powodują zakłócenia. Tak było z nadwartościowością dolara amerykańskiego w połowie lat 80. i prze-

sadnie mocnym jennem od początku 1995 r. Współpraca na rynkach międzynarodowych doprowadziła w końcu do urealnienia wartości tych walut. Obecnie trudno ocenić, jak naprawdę jest silny dolar amerykański. Wysoki napływ kapitałów netto do USA, który kompensuje niską skłonność do oszczędzania, a jednocześnie wspiera działalność inwestycyjną, konsumpcję i wzrost gospodarczy Stanów Zjednoczonych, umożliwia utrzymywanie wysokiego deficytu (w 2002 r. ponad 400 mld USD). Kapitały te mogą jednak dość szybko odpłynąć, kiedy zagraniczni kredytodawcy i inwestorzy negatywnie ocenią perspektywy rozwoju gospodarczego USA, np. w kontekście wojny irackiej. Dolar straci wówczas na wartości, jednak póki co Amerykanie pewnymi posunięciami protekcyjnymi próbują utrzymać jego nadwartościowość.

Pomysł opodatkowania transakcji na rynkach walutowych

Swobodny przepływ kapitałów nie może zostać zatrzymany, jednak na świecie pojawiają się głosy, nawiązujące do koncepcji J. Tobina z lat 70. XX wieku, żeby krótkoterminowe ruchy kapitałowe ograniczyć przez ich opodatkowanie, a uzyskane środki przeznaczyć na pomoc dla krajów rozwijających się. Są to koncepcje mało przekonujące, chociaż kraje rozwijające się mogą mieć priorytet w inwestycjach bezpośrednich i transakcjach długoterminowych.

Krótkoterminowy ruch kapitałowy w skali międzynarodowej, na zintegrowanych rynkach kapitałowych, odgrywa podobną rolę jak na rynku jednego państwa lub obszaru walutowego. „Podatek Tobina” spowodowałby, że krótkoterminowe międzynarodowe transakcje finansowe byłyby dyskryminowane w stosunku do długoterminowych transakcji międzynarodowych oraz transakcji na rynkach krajowych. Ponadto ograniczanie krótkoterminowych przepływów kapitałowych zmniejszyłoby płynność na rynkach walutowych, a wahania kursów w takiej sytuacji byłyby coraz większe.

W świetle dotychczasowych doświadczeń można stwierdzić, że ingerowanie w przepływy kapitałowe ograniczy konkurencję i skłoni do poszukiwania sposobów omijania zakazów. Wydaje się, że wprowadzenie ograniczeń nie jest celowe. Przeciwnie wprowadzeniu opodatkowania wszystkich transakcji walutowych przemawia również to, że krótkoterminowe kapitały nie odgrywają większej roli w obserwowanych zmianach kursów. Potwierdza to przykład dolara amerykańskiego, który w ostatnim okresie utrzymuje swoją pozycję zasadniczo dzięki napływowi kapitałów z zagranicy, i to głównie w formie inwestycji bezpośrednich, obrotu akcjami, zaciągania pożyczek przez spółki oraz stosowania hipotecznych listów zastawnych. Można

Tabela 2 *Udział płynnych kursów w różnych grupach krajów*

	1985	1987	1989	1991	1993	1995	1997	1998	2000
Kraje uprzemysłowione	27	27	27	23	46	42	33	33	62
Reszta świata	7	10	8	16	25	34	29	23	26
w tym									
kraje wschodzące	14	13	20	25	26	16	16	25	35
Pozostałe	5	8	5	12	20	32	27	19	21

Źródło: dane MFW, BŚ, EBC - własne wyliczenia.

więc przyjąć, że nieznaczne opodatkowanie obrotów na rynkach walutowych nie miałyby większego wpływu na import kapitałów do USA i pozycję dolara. Trudno jednak ocenić, jak wpłynęłoby to na strumień środków pomocowych kierowanych do krajów najbiedniejszych.

Unia Gospodarcza i Walutowa a płynne kursy walutowe

Impulsem do nawiązania ściślejszej współpracy walutowej państw europejskich było utworzenie Unii Gospodarczej i Walutowej. Członkowie UE widzieli szansę i interes w osiągnięciu globalnej stabilności kursów swoich walut. Jednocześnie obawiali się, że zmniejszenie otwartości gospodarki europejskiej może mieć negatywny wpływ na zwiększenie wahań kursowych.

Podjęto ściślejszą współpracę z krajami trzecimi, które realizowały politykę stałych kursów w stosunku do głównych walut. Propozycje dotyczące stabilizacji kursów tych walut obejmowały wiele prób współpracy w zakresie polityki pieniężnej i walutowej, poczynając od stref regionalnych aż do globalnych unii walutowych. Zwolennicy tzw. stref regionalnych uważają, że jest to sposób na ograniczenie wahań kursowych, jednocześnie pozostawiający krajom uczestniczącym pewną swobodę działania.

Na rynku walutowym interwencje odgrywają ważną rolę w obronie kursów płynnych, w momencie kiedy osiągają ustalony pułap – górny lub dolny. Dwustronne interwencje banków państw partnerskich przynoszą znaczne korzyści z uwagi na fakt, że są obustronnie uzgadniane i zwiększają możliwy obszar zgodnego działania. Interwencje państw mających słabe waluty są ograniczane wolumenem rezerw walutowych i zasobami kredytowymi.

Koncepcja tworzenia regionalnych stref monetarnych i ustalania pasma dopuszczalnych wahań kursowych w praktyce jest trudnym zadaniem, przede wszystkim z uwagi na otwartość rynków walutowych. Zwłaszcza na dużych obszarach gospodarczych trudno jest utrzymać przez dłuższy czas wskaźniki ekonomicznej konwergencji, stąd istnieje potrzeba stałego dostosowywania kursów do dokonujących się zmian.

Ponadto można założyć, że państwo mające silną walutę w przypadku napięć na rynkach walutowych mogłoby kupować bez ograniczeń walutę dewaluowaną. Nie należy jednak przeceniać skuteczności takich interwencji. Lepszym rozwiązaniem jest wyprzedzające badanie (w skali międzynarodowej) przyczyn wahań kursów i przekazywanie tych sygnałów zainteresowanym instytucjom. W ten sposób można nie tylko zidentyfikować narastające ryzyko, ale także zapobiegać mu.

Z danych liczbowych zawartych w tabeli 2 wynika, że liczba państw stosujących kurs płynny nie jest zbyt duża. Do tej grupy można zaliczyć kraje wschodzące, które swoje rynki finansowe zaledwie kilka lat temu zliberalizowały i obecnie osiągnęły wyższy poziom rozwoju gospodarczego. Są to: Meksyk, Korea Południowa, Tajlandia, Polska, Węgry i Czechy. Wśród państw uprzemysłowionych aż 62 stosują kurs płynny. Większość krajów musi jednak dokonywać wyboru, czy związać się z jedną ze stabilnych walut, czy dołączyć do określonego regionalnego ugrupowania monetarnego.

Polityka kursowa krajów wschodzących

W gospodarkach krajów wschodzących występują zdewersyfikowane systemy kursowe. Poza skrajnymi uregulowaniami występują także tzw. miękkie regulacje. Od ostatniej fali międzynarodowego kryzysu zadłużeniowego z połowy lat 90. XX wieku okazuje się, że większość krajów dotkniętych kryzysem wcześniej stosowała „miękkie” ustalanie kursów. Pod presją załamania swoich bilansów płatniczych część państw wprowadziła płynne kursy, stosowane zresztą do dzisiaj, natomiast niektóre kraje prowadzą twardą politykę kursową.

Należy się zastanowić, jaki rodzaj kursów może być pomocny w ograniczaniu potencjału kryzysowego. Jakie korzyści przynosi zwiążanie waluty określonego państwa z koszykiem walut? Zwykle może się to okazać korzystne w przypadku dobrej sytuacji ekonomicznej państwa oraz braku czynników zakłócających wewnątrz kraju i czynników zewnętrznych. Jednak przy prowadzeniu ekspansywnej polityki gospodarczej takie podejście może okazać się niekorzystne dla bilansu

Tabela 3 System izby walutowej

System kursowy	Kraj
„Twarde” ustalanie kursu	
<i>Currency board</i> w połączeniu z euro	Bułgaria, Estonia, Litwa
„Miękkie” ustalanie kursu	
– powiązanie z euro oraz pasmem $\pm 15\%$	Węgry, Cypr
– połączenie z SDR	Łotwa
– połączenie z koszykiem walut	Malta
Płynne ustalanie kursu	
– kontrolowany <i>floating</i> z euro jako walutą referencyjną	Słowacja, Słowenia, Czechy
– kontrolowany <i>floating</i> z USD jako walutą referencyjną	Rumunia
– uwolniony <i>floating</i>	Polska, Turcja

Źródło: BŚ, MFW, EBC.

handlowego. Zdecydowane urealnienie kursu waluty krajowej może przyciągnąć kapitał zagraniczny potrzebny do finansowania deficytu bilansu płatniczego państwa, ponieważ pozornie występuje brak ryzyka kursowego. Problem powstaje wtedy, kiedy banki w krajach wschodzących zadłużają się w walutach obcych. Stały kurs jest gwarancją stabilności, natomiast dewaluacja powoduje gwałtowny odpływ kapitału, co może zachwiać całym systemem finansowym, a nawet całą gospodarką kraju dłużnika. W prawie wszystkich ostatnich kryzysach zadłużeniowych powtórzył się właśnie ten scenariusz. W praktyce okazuje się, że trudno jednak przez dłuższy czas utrzymać kurs sztywny, zwłaszcza w sytuacji gdy kredytodawcy tracą zaufanie do polityki ekonomicznej państwa dłużniczego. Drastyczne zmiany kursu potęgują wówczas kryzys, podczas gdy płynny kurs pozwoliłby odwrócić uwagę kredytodawców i w pewnym stopniu zapobiec kryzysowi¹.

Kryzys walutowy lat 90. był poprzedzony gwałtownym wzrostem napływu kapitału, przyciąganego przez stałe kursy walutowe i różnice między stopami procentowymi. Czynniki te były bodźcem do zaciągania zagranicznych pożyczek, ale w tym samym czasie zwiększały zagrożenie z tytułu ryzyka kursowego.

Polityka stałych kursów w warunkach umiędzynarodowienia przepływów kapitałowych stawia przed uczestnikami rynków walutowych coraz większe wymagania co do ich solidności i umiejętności dostosowawczych. Rosną też zadania wobec nadzoru bankowego w poszczególnych krajach. Stałe kursy mogą być stosowane w małych gospodarkach o niewielkiej zależności od wymiany z zagranicą i mało zróżnicowanej strukturze eksportu. Jednak przez cały czas istnieje w tych państwach potrzeba podejmowania instytucjonalnych dostosowań do zmieniającej się sytuacji ekonomicznej, zwłaszcza w krytycznym momencie odpły-

wu dewiz. Nie zawsze to się udaje, jak np. w grudniu 2001 r. w Argentynie, gdzie system izby walutowej nie pomógł zapanować nad kryzysową sytuacją. Wydaje się, że w zaawansowanych ugrupowaniach integracyjnych sztywne kursy powinny być stosowane tylko wyjątkowo, ponieważ długookresowo powodują one więcej szkody niż pożytku.

Przedstawione negatywne zjawiska nasilają się w państwie, które rezygnuje z własnej waluty, a obcą walutę prawnie uznaje za swoją, jak to ma miejsce w przypadku tzw. dolaryzacji. W zasadzie nie doradza się tego krajom wschodzącym, chociaż prawie zawsze ich zadłużenie zagraniczne wyraża się w walutach obcych. Wiadomo przy tym, że zadłużone kraje z reguły nie są w stanie uzdrowić swojej gospodarki w sposób trwały, spłacić zadłużenia w walutach obcych, aby później móc zadłużać się we własnej walucie.

Stosowanie płynnych kursów w krajach, które intensywnie uczestniczą w międzynarodowych przepływach kapitałowych, dopuszcza możliwość ograniczonego sterowania kursem (*managed floating*) poprzez interwencje na rynku walutowym lub zmianę stóp procentowych. W krytycznych sytuacjach stosowanie kursu płynnego może uwiarygodnić stabilizacyjne wysiłki państwa. Polityka pieniężna państwa może ponadto odgrywać ważną rolę w zwalczaniu inflacji (pozytywne doświadczenia mają Meksyk i Brazylia). Jednak z wyżej podanych powodów większość krajów rozwijających się nie jest w stanie zadłużyć się na rynkach międzynarodowych. Jednocześnie metodami administracyjnymi ograniczają one napływ kapitałów zagranicznych. Należy im doradzać, aby stosowały kursy płynne z myślą o przyszłej integracji z gospodarką światową².

¹ W latach 90. napływ kapitału wzmocnił tendencje do aprecjacji kursu i pogorszenia się rachunku obrotów bieżących. Nadmierny napływ kapitału, pogorszenie bilansu zewnętrznego i osłabienie sektora finansowego stanowiły istotę głównych zagrożeń dla krajów wschodzących.

² Zaburzenia na międzynarodowym rynku finansowym lat 90. zostały spowodowane liberalizacją obrotów kapitałowych, powszechną wymiennalnością walut krajowych połączoną z utrzymywaniem stałego kursu walutowego. Dotyczyło to Meksyku, Argentyny, Federacji Rosyjskiej, Czech i Azji Wschodniej w latach 1994–1998.

Regionalna współpraca walutowa

Kraje Europy Zachodniej zareagowały na rozpad porozumienia z Bretton Woods zwiększoną współpracą walutową. W kwietniu 1972 r. *cross rates* wyniosły zaledwie 2,25% dla sześciu państw EWG. Waluty tych państw poruszały się w paśmie ustalonym dla dolara amerykańskiego w granicach $\pm 1\%$ do $\pm 2,25\%$. Do ustanowienia Unii Gospodarczej i Walutowej droga była długa i skomplikowana. Obejmowała kolejne fazy integracji państw i – co należy podkreślić – została ustanowiona poprzez polityczną wolę państw Unii Europejskiej.

W czasie szczytu Rady Europejskiej w Brukseli w 1998 r. uzgodniono, że kursy między walutami państw członkowskich zostaną od 1 stycznia 1999 r. usztywnione na poziomie bilateralnych kursów centralnych występujących w ramach ESW. Kursy te, jako kursy podstawowe, mogą być stosowane do przeliczenia euro na waluty narodowe i odwrotnie (1 euro = x waluty narodowej).

Państwa, które zamierzają przystąpić do UGW, muszą spełnić kryteria konwergencji. Znaczy to, że przez dwa lata muszą być członkiem ESW2. W tym okresie można ustalić, czy dane państwo jest w stanie spełnić wymagania UGW bez większych napięć kursowych. Standardowe pasmo wahań $\pm 15\%$ sygnalizuje, jak ważne jest utrzymanie stabilnego kursu waluty. Węższe pasmo może być wprowadzone po uzgodnieniu z EBC. ESW2 ma zmniejszyć ryzyko zbyt dużych odchyłań kursowych walut krajów, które nie weszły jeszcze do UGW, i powstrzymać je przed dewaluowaniem walut w celu wzmocnienia konkurencyjności ich eksportu.

Systemy kursowe państw, które obecnie kandydują do UE, prezentuje tabela 3.

Europejski model pełnej integracji monetarnej państw połączonych ekonomicznie, który był odpowiedzią na rozpad systemu z Breton Woods, stał się wzorem dla innych regionów świata. Pokazuje on, jak można połączyć dążenie do stabilnych warunków wymiany handlowej, w sytuacji coraz większego przepływu kapitałów, z niezbędną elastycznością kursu walutowego. Badając przemiany we współczesnej gospodarce światowej, nie zauważamy jednak grupy państw, które byłyby skłonne przenieść swoje suwerenne prawa narodowe na jakiś wspólny organ ponadnarodowy. Jest to pro-

ces wymagający dziesiątków lat wytrwałych, konsekwentnych działań. Być może południowoamerykański Mercosur podąży tropem Unii Europejskiej³. Proces integracyjny w tamtym regionie można też wesprzeć połączeniem ugrupowania NAFTA z Mercosur w jedną strefę wolnego handlu. Ponadto, pewne ożywienie integracyjne stwierdza się w grupie państw należących do ASEAN. W 2000 r. wspólnie z Japonią, Chinami i Koreą Południową utworzyły one ASEAN+3, dążąc do współpracy finansowej, która ma doprowadzić do stabilizacji polityki kursowej w tamtym regionie.

Podsumowanie

Państwa należące do regionalnych ugrupowań, które współpracują ze sobą i dążą do integracji ze światowymi rynkami finansowymi, powinny przede wszystkim osiągnąć *floating* walut partnerskich. Następnie należy wykorzystać regionalną kooperację gospodarczą i walutową do osiągnięcia pewnego poziomu wahań kursowych, który będzie faktycznie możliwy. Taki proces pozwoli ustalić, które państwa mogą nawiązać ściślejszą współpracę w polityce kursowej. Celem długookresowym może być włączenie dowolnie wahających się kursów w jeden ponadregionalny ustabilizowany system kursów. Trzeba jednak przez pewien czas dopuścić, zwłaszcza w krytycznych fazach, odchodzenie od ustalonego pasma wahań. W tym zakresie należy korzystać z doświadczeń państw europejskich należących obecnie do UGW. W Europie współpraca walutowa o tyle była łatwiejsza, że niemiecki bank centralny swoją odpowiedzialną polityką walutową zapewniał stabilne ceny, a państwa europejskie miały solidny punkt odniesienia do prowadzenia własnej wewnętrznej polityki ekonomicznej. W większości państw UE kursy były przy tym relatywnie stabilne. Należy zauważyć, że marka niemiecka jako kotwica nie była efektem wspólnego porozumienia ani walutą formalnie narzuconą krajom partnerskim przez Niemcy. Marka do końca pozostawała jednak główną walutą w UE, i – co trzeba podkreślić – odpowiedzialność za mocne euro spoczywa w dalszym ciągu na gospodarce niemieckiej, która zajmuje drugie miejsce w świecie, zaraz po gospodarce amerykańskiej.

³ Członkami Mercosur od 1990 r. są: Argentyna, Brazylia, Paragwaj i Urugwaj. W 1996 r. podpisano stosowne porozumienia z Boliwią i Chile.

Literatura

1. R. E. Breuer (Hrsg.): *Handbuch Finanzierung*. Wiesbaden 2001 Gabler.
2. E. Chrabonszczewska, L. Oręziak: *Międzynarodowe rynki finansowe*. Warszawa 2000 SGH.
3. Deutsche Bundesbank: *Wechselkursabhängigkeit des deutschen Außenhandels*. „Monatsbericht” Januar 1998.
4. Deutsche Bundesbank: *Wechselkurspolitische Konsequenzen zunehmender Kapitalströme – weltweite Erfahrungen und Perspektiven*. „Monatsbericht” Juni 2002.

5. Z. Fedorowicz: *Teorie pieniądza*. Warszawa 1992 Poltext.
6. J. L. Ford, S. Sen: *Protectionism, Exchange Rates and the Macroeconomy*. New York 1985.
7. A. Freytag: *Stabilitätsimport durch Wechselkurspolitik: Zur Bedeutung des Currency Board Systems*. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen. 52 Jg. (1999). Heft 12.
8. R. Gilpin: *Global Political Economy*. Princeton University Press 2001.
9. K. Jakubiszyn, B. Karski, D. Rybińska: *EURO. Nowa waluta*. Warszawa 1999 Twigger SA.
10. T. T. Kaczmarek, J. Werwińska: *Finansowanie handlu zagranicznego*. Gdańsk 2002 ODDK.
11. P. B. Kenen: *Fixed versus floating exchange rates*. Cato Journal Spring/Summer (2000), Vol. 20, Issue 1.
12. P. Kowalewski: *Euro a międzynarodowy system walutowy*. Warszawa 2001 Twigger SA.
13. K. Lutkowski: *Międzynarodowy system walutowy*. Warszawa 1998 Poltext.
14. E. Najlepszy: *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*. Warszawa 2000 PWE.
15. L. Oreziak: *Euro. Nowy pieniądz*. Warszawa 1999 Wydawnictwo Naukowe PWN.
16. J. Werwińska: *€ jak euro*. Gdańsk 2002 ODDK.
17. K. Zabielski: *Finanse międzynarodowe*. Warszawa 2002 Wydawnictwo Naukowe PWN.
18. Roczniki statystyczne MFW, Banku Światowego i EBC – z różnych lat.