

*Janusz Bilski**

SYSTEM KURSÓW WALUTOWYCH W EWG

W 1971 r. kraje EWG rozpoczęły tworzenie unii walutowej i gospodarczej. Cel ten miał być osiągnięty w 1981 r. Obecnie wiadomo już, że państwa Wspólnoty nie utworzą unii w planowanym terminie. Od kilku lat realizacja tego projektu została praktycznie zahamowana. Podstawową przyczyną tego stanu rzeczy był kryzys gospodarczy państw kapitalistycznych w latach 1973—1975 i obecne powolne wychodzenie gospodarek krajów EWG z recesji gospodarczej.

W okresie załamania się koniunktury w Europie Zachodniej państwa członkowskie Wspólnoty podejmowały próby ratowania własnych gospodarek odsuwając na dalszy plan działania integracyjne. Można było nawet zaobserwować w tym okresie pewien regres integracji, np. reaktywowanie cel w obrocie wewnętrznym lub wprowadzanie ograniczeń w przepływach kapitałów. Znamienny jest przy tym fakt, że jeden z najbardziej krytykowanych elementów tworzenia unii tzw. „wąż walutowy” EWG oparł się skutkom kryzysu i jakkolwiek w niepełnym składzie walut funkcjonuje do chwili obecnej.

Celem artykułu jest analiza istniejącego w EWG systemu kursów walutowych i określenie jego roli w procesie tworzenia unii walutowej. Zatwierdzony w 1971 r. przez Radę Ministrów EWG projekt realizacji unii walutowej i gospodarczej, tzw. plan Wernera, poświęca bardzo dużo uwagi problematyce kursów walutowych. Autorzy projektu zaproponowali jako jedną z metod integracyjnych stopniowe zawężanie marż wahań kursów walutowych. Działanie to ma zapewnić w konsekwencji ustanowienie stałych kursów wymiany walut państw członkowskich. Będzie to ważny element przyszłej unii walutowej¹.

* Dr, adiunkt w Zakładzie Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Instytutu Obrotu Towarowego UŁ.

¹ Przyjęło się powszechnie uważać, że funkcjonowanie unii walutowej oznacza: — redukcję marż wahań kursów między walutami unii lub wprowadzenie do obiegu wspólnej waluty; — efektywne skoordynowanie narodowych polityk walutowych; — utworzenie na wzór Systemu Rezerwy Federalnej USA „centrum” narodowych banków emisyjnych.

I. SYSTEM WALUTOWY WSPÓLNOTY DO CZASU REALIZACJI PLANU WERNERA

Funkcjonujący do marca 1972 r. system kursów walutowych państw Wspólnoty oparty był na regułach postępowania ustalonych w 1944 r. na konferencji w Bretton Woods. Miernikami systemu, w których wyznaczano parytety walut krajowych, były na równi złoto i dolar. Waha-
nia kursów walutowych, zgodnie z art. IV Międzynarodowego Funduszu Walutowego, nie mogły przekraczać 1% powyżej i poniżej parytetu. Logiczną konsekwencją przyjęcia tych założeń było pełnienie przez dolara funkcji waluty interwencyjnej. Działanie interwencyjne banków centralnych państw członkowskich MFW polegało na utrzymywaniu kursów swych walut w dozwolonych marżach do dolara, w drodze kupna dolarów, gdy kurs krajowej waluty osiągnął dolny punkt interwencyjny, i w drodze sprzedaży — gdy osiągnął górny.

Kurs wymiany pomiędzy dwiema „niedolarowymi” walutami był określony nie bezpośrednio, lecz za pośrednictwem dolara (*cross-rate*, *kreuz-wechselkurs*)². Tak np. „kurs krzyżowy” marki RFN do franka francuskiego można zapisać w postaci wzoru:

$$W^* \text{ DM/FF} = \frac{W \text{ DM}/\$}{W \text{ FF}/\$}, \quad \text{np. } W^* \text{ DM/FF} = \frac{2,50}{4,00} = 0,625 \quad (1)$$

gdzie:

$W^* \text{ DM/FF}$ — „kurs krzyżowy” marki RFN (DM) do franka francuskiego (FF);

$W \text{ DM}/\$$ — kurs wymiany DM do dolara \$ — koszt kupna 1\$ za DM, np. $1 \$ = 2,50 \text{ DM}$ — notowanie cenowe;

$W \$/\text{DM}$ — kurs wymiany dolara na marki, $1 \text{ DM} = 0,40 \$$ notowanie ilościowe.

Podobną konstrukcją do „kursów krzyżowych” są kursy parytetowe „parikurs”. Porównują one wartości parytetowe dwóch „niedolarowych” walut.

$$P \text{ DM/FF} = \frac{P \text{ DM}/\$}{P \text{ FF}/\$}, \quad \text{np. } P \text{ DM/FF} = \frac{2,70}{4,50} = 0,60 \quad (2)$$

gdzie:

$P \text{ DM}/\$$ — oznacza ustalony przez rząd stosunek wymienny pomiędzy walutą krajową a złotem, dolarem lub SDR.

Zgodnie z regułami systemu z Bretton Woods kursy walut mogły się

² H. J. Ruestow, *Wechselkursarithmetik*, „Das Wirtschafts Studium (wisu) Tuebingen” 1974, Heft 1 i 2.

odchyłać o 1% w górę i w dół od parytetu. Wahania kursu ograniczały tzw. górny i dolny punkt interwencyjny.

$$W^o \text{ DM}/\$ = (1 + t) P \text{ DM}/\$ \quad (3)$$

$$W^u \text{ DM}/\$ = (1 - t) P \text{ DM}/\$ \quad (4)$$

gdzie:

t — dopuszczalne odchylenie kursu od wartości parytetowej w górę lub w dół, np. 0,01 (by otrzymać wartość „ t ” w procentach należy pomnożyć przez 100);

$2t$ — całkowita marża wahań;

$W^o \text{ DM}/\$$ — górny punkt interwencyjny;

$W^u \text{ DM}/\$$ — dolny punkt interwencyjny.

Swobodne wahanie kursu waluty od dolara w granicach dolnego i górnego punktu interwencyjnego powodowało okresowe aprecjacje i deprecjacje waluty w stosunku do jej kursu parytetowego. Stopa maksymalnej deprecjacji waluty „niedolarowej” do dolara wynosi:

$$dab = \frac{W^o \$/DM - P \$/DM}{P \$/DM} \quad \text{— stopa max. deprecjacji marki wyrażona w dolarach (notowanie ilościowe)}$$

gdzie:

$$W^o \$/DM = \frac{1}{W^o \text{ DM}/\$}, \quad P \$/DM = \frac{1}{P \text{ DM}/\$}$$

$$dab = \frac{\frac{1}{W^o \text{ DM}/\$} - \frac{1}{P \text{ DM}/\$}}{\frac{1}{P \text{ DM}/\$}}$$

$$dab = \frac{P \text{ DM}/\$}{W^o \text{ DM}/\$} - 1$$

gdzie:

$$W^o \text{ DM}/\$ = (1 + t) P \text{ DM}/\$.$$

$$dab = \frac{-t}{1+t} \quad (5)$$

analogicznie maksymalna stopa aprecjacji waluty wynosi:

$$dauf = \frac{W^o \$/DM + P \$/DM}{P \$/DM} \quad dauf = \frac{t}{1-t} \quad (6)$$

Powracając do „kursów krzyżowych” dwóch, np. EWG, walut ich maksymalna skala wahań będzie oznaczała sumę wahań poszczególnych walut do dolara; wyjaśnić to można na przykładzie kursu franka do marki:

W DM/FF — frankowy kurs marki.

a) kurs marki osiągnął górny punkt interwencyjny w stosunku do dolara a kurs franka dolny punkt interwencyjny,

$$W^o \text{ DM/FF} = \frac{(1+t) P \text{ DM/\$}}{(1-t) P \text{ FF/\$}} = \frac{1+t}{1-t} P \text{ DM/FF} \quad (7)$$

b) sytuacja odwrotna, kurs marki osiągnął dolny punkt interwencyjny a kurs franka górny,

$$W^u \text{ DM/FF} = \frac{(1-t)}{(1+t)} P \text{ DM/FF} \quad (8)$$

W tej sytuacji maksymalne odchylenie w górę frankowego kursu marki W DM/FF od wartości parytetowej wyniesie:

$$t^o = \frac{\frac{1+t}{1-t} P \text{ DM/FF} - P \text{ DM/FF}}{P \text{ DM/FF}} \\ t^o = \frac{2t}{1-t} \quad (9)$$

analogicznie możliwe odchylenie w dół od parytetu:

$$t^u = \frac{-2t}{1-t} \quad (10)$$

sumując odchylenia w dół i w górę otrzymamy całkowitą wahań:

$$S = \frac{2t}{1-t} + \frac{2t}{1+t} ; \quad S = \frac{4t}{1-t} \quad (11)$$

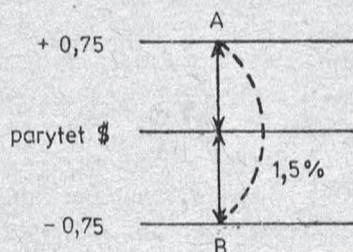
Powracając jeszcze raz do art. IV MFW mówiącego, że dopuszczalne odchylenie w górę i w dół od parytetu wynosi 1%, otrzymujemy dla dwóch walut EWG całkowitą skalę wahań w wysokości 4%. W celu zmniejszenia tej rozpiętości już 27 XII 1958 r. państwa Wspólnoty w ramach tzw. Europejskiego Układu Walutowego zdecydowały się zmniejszyć rozpiętość punktów interwencyjnych do 0,75% w dół i w górę od parytetu. W rezultacie daje to dopuszczalną marżę wahań w wysokości 1,5% w stosunku do dolara i całkowitą skalę odchylen kursów dwóch walut EWG w wysokości 3% (wykres 1).

Tę skalę wahań kursów walut krajów Wspólnoty państwa członkowskie utrzymywały do kryzysu dolara w 1971 r.

Tymczasem w toku dyskusji nad planem realizacji w EWG unii walutowej, grupa ekspertów pod przewodnictwem Ansiaux³ przygotowała bardzo ciekawy projekt reformy systemu walutowego EWG. Pro-

³ *Stellungnahme einer Expertengruppe unter Vorsitz von Baron Ansiaux*, [in] D. Gehrman, S. Hermsen, *Monetaere Integration in der EWG*, Dokumente und Bibliographie GmbH, Hamburg 1972, s. 140.

Wykres 1



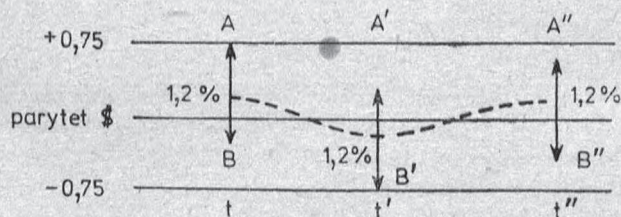
A — górny kurs \$ na rynku kraju A (waluta A jest słaba),
 B — dolny kurs \$ na rynku kraju B (waluta B jest silna),
 S — 3%.

projekt ten zatwierdzony przez Radę nie doczekał się jednak realizacji z powodu kryzysu dolara i systemu walutowego z Bretton Woods. Propozycja ta, mimo że nie zrealizowana z wielu względów, zasługuje na uwagę.

Plan przewidywał:

- zawężenie marż wahań kursów z $\pm 0,75$ do $\pm 0,60$,
- utworzenie tzw. „równi wspólnotowej” (*Gemeinschaftsniveau*) do dolara,
- dywersyfikację pomiędzy marżami wahań kursów walut krajów Wspólnoty i marżami wahań kursów walut EWG do walut państw trzecich,
- funkcje walut interwencyjnych obok dolara miały pełnić waluty państw członkowskich EWG.

Wykres 2



U w a g a: linia przerywana oznacza „równię wspólnotową” do dolara.

Wahania kursu dolara nie zostały zmniejszone i wynoszą jak dotychczas $\pm 0,75$, natomiast marże wahań pomiędzy kursami walut Wspólnoty zostały zawężone z 1,5 do 1,2%.

Cechą charakterystyczną propozycji ekspertów jest zainicjowanie w EWG procesu tworzenia autonomicznego obszaru walutowego, stopniowo wyodrębniającego się z systemu walutowego z Bretton Woods. Świadczy o tym podejmowanie działań interwencyjnych również w walutach narodowych oraz zróżnicowanie wielkości marż wahań kursów pomiędzy walutami Wspólnoty i walutami państw spoza ugrupowania. Niezależnie od tego realizacja planu miała zapewnić postępy w procesie tworzenia unii walutowej poprzez redukcję marż wahań kursów walutowych państw członkowskich i koordynację narodowych polityk walutowych.

Przedstawiony w skrócie projekt reformy systemu walutowego w EWG nie doczekał się jednak realizacji. Na przeszkodzie stanął kryzys dolara, który wywołał bardzo poważne perturbacje na światowych rynkach dewizowych.

Uaktywniające się w okresach kryzysowych kapitały spekulacyjne wywierały nacisk na rewaluację marki RFN oraz guldena i doprowadziły w maju 1971 r. do upłynnienia kursu tych dwóch walut. Banki centralne obydwu państw nie były już w stanie kupować dolarów w celu utrzymania kursów swych walut. Płynny kurs marki i guldena nie na długo uspokoił rynki dewizowe.

W sierpniu 1971 r. rząd Stanów Zjednoczonych broniąc się przed nadmierną utratą rezerw walutowych, zawiesił wymienialność dolara na złoto. Decyzja ta pogłębiła chaos światowego systemu walutowego. W większości krajów EWG wprowadzono płynne kursy walut. We Francji i Belgii zastosowano system „podwójnego rynku dewizowego”, polegającego na utrzymywaniu stałych kursów w stosunku do transakcji handlowych oraz płynnego dla operacji kapitałowych. Umowa Smithsońska z grudnia 1971 r. zażegnała czasowo kryzys światowego systemu walutowego. Zdecydowano w dalszym ciągu utrzymywać stałe kursy walutowe, poszerzając równocześnie dopuszczalne odchylenia od wartości paritetowej do $\pm 2,25\%$.

O ile decyzje te były zgodne na ogół z wymogiem ówczesnej sytuacji i mogły ułatwić rozwiązanie problemów światowego systemu walutowego, to na pewno nie odpowiadały one krajom EWG tworzącym unię walutową. Dopuszczalne odchylenia kursów od parytetu rzędu $\pm 2,25\%$ oznaczają dla państw Wspólnoty maksymalną skalę wahań kursów ich walut w wysokości 9% , podczas gdy nie zrealizowany projekt zawężenia marż wahań kursów zakłada ograniczenie dopuszczalnej skali wahań do $2,4\%$. Różnica jest więc ogromna. Utrzymanie zalecanych przez Umowę Smithsońską poszerzonych marż wahań kursów mogłoby poważnie opóźnić program realizacji w EWG unii walutowej.

W tej sytuacji 22 III 1972 r. Rada Ministrów zdecydowała ograniczyć

od dnia 1 VII 1972 r.⁴ rozpiętość wahań kursów pomiędzy walutami Wspólnoty do 2,25%, co dałoby w konsekwencji całkowitą skalę w wysokości 4,5%. Cel ten można było osiągnąć teoretycznie dwoma sposobami, wzorując się na projekcie ekspertów zmniejszyć wahania kursów walut EWG do 1,125% powyżej i poniżej „równi wspólnotowej”. Jednakże utrzymywanie tak wąskich marż w stosunku do dolara spowodowałoby w obecnej sytuacji bardzo częste interwencje (w dolarach) dla utrzymania kursów walut krajów Wspólnoty do dolara. Konstrukcja ta trudna do utrzymania stałaby również w sprzeczności z ogólną tendencją do poszerzania marż wahań kursów. Zastosowano więc inne rozwiązanie, bardziej odpowiadające istniejącym warunkom, znane powszechnie pod nazwą „wąż w tunelu”.

II. „WĄŻ WALUTOWY”

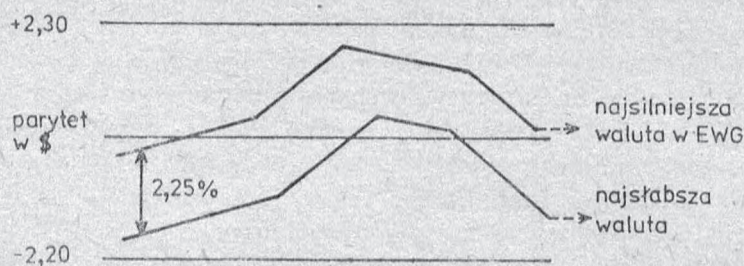
Nowy system walutowy w EWG spełnia teoretycznie wszystkie warunki konieczne dla pomyślnej realizacji unii walutowej w EWG. Uwzględni również ograniczenia zewnętrzne wynikające z kryzysu światowego systemu walutowego. To znaczy zapewnia zmniejszenie marż wahań kursów walut krajów Wspólnoty, przy równoczesnym utrzymaniu ustanowionych na konferencji w Waszyngtonie szerszych marż w stosunku do dolara $\pm 2,25\%$. Dywersyfikacja rozpiętości wahań kursów między walutami Wspólnoty a marżami w stosunku do walut państw trzecich oraz zastosowanie do działań interwencyjnych oprócz dolara walut krajów EWG jest ważnym krokiem w kierunku osiągnięcia przez system Wspólnoty pewnej autonomii. Notowania walut Wspólnoty wyrażone w dolarach⁵ obrazuje wykres 3.

Wykres 3 przedstawia wzajemne relacje pomiędzy kursami walut Wspólnoty i dolarem oraz kształtowanie się kursów państw EWG. W

⁴ Na mocy decyzji Rady Ministrów banki centralne państw EWG zawarły 24 IV 1972 r. porozumienie o technice funkcjonowania systemu zawężonych marż wahań kursów walutowych. Do porozumienia tego przystąpiły również banki centralne państw: Danii (1 V 1972 r.), Wielkiej Brytanii i Irlandii (2 V 1972 r.), Norwegii (23 V 1972 r.), pomimo że państwa te nie były jeszcze członkami EWG.

⁵ G. Wittich, H. Shiratori, *The snake in the tunnel*, „Finance and Development” 1973, nr 2. Wykres byłby odmienny, gdyby notowania były wyrażone w walutach państw EWG — odchylenia od kursu parytetowego wynosiłyby 2,25%, a nie jak wyżej $+2,30\%$ i $-2,20\%$. Te różnice wynikają z mechanizmów rynku dewizowego. Premia i dyskonto w wysokości 2,25% wyrażone w walutach EWG na dolary odpowiadają premii w wysokości 2,30% i dyskontu 2,20% wyrażonych w dolarach na walutę EWG (patrz formuła 5 i 6).

Wykres 3



„węzu”, którego maksymalna rozpiętość może wynosić 2,25%, mieszczą się waluty EWG. „Skóra węza” wyznaczana jest przez najtęższą i najtębszą walutę Wspólnoty. Siły rynkowe mogły zmieniać położenie „węza w tunelu”. Pchają go do góry — zwyżka kursów walut EWG w stosunku do dolara — aż po „sufit tunelu”, odległy od parytetów dolarowych o 2,25 lub ściągają do „podłogi tunelu”. W przypadku, gdyby „wąż” wykazywał tendencję do przebicia ścian tunelu byłyby podejmowane interwencje w dolarach. Interwencje w walutach krajów EWG były podejmowane w sytuacji, gdy siły rynkowe przewidywały nadmierne „tycie węza”, tzn. rozpiętość pomiędzy najtębszą i najtęższą walutą przekraczała 2,25%. A zatem działalność interwencyjną banków centralnych krajów Wspólnoty można podzielić na dwie kategorie:

- interwencje mające na celu utrzymanie pomiędzy notowaniami walut krajów EWG rozpiętości 2,25%,
- działania wynikające z roli dolara w systemie i zmierzające do utrzymania wahań „węza” w przedziale $\pm 2,25\%$.

W pierwszym rodzaju działań bardzo istotnym problemem było ustalenie punktów interwencyjnych, które zapewniłyby to, że po osiągnięciu maksymalnej rozpiętości banki centralne państw mających najtębszą i najtęższą walutę interweniowałyby równocześnie. Z mechanizmu rynku dewizowego wynika, że w wypadku wzrostu kursu marki w stosunku do parytetu o 2,25% (jest to premia dla DM na dolarze w wysokości 2,25%) w stosunku do franka marka osiągnęłaby swój górny punkt interwencyjny ($W^o \text{ DM/FF}$). Ale premia dla marki wyrażona we frankach w wysokości 2,25% nie jest równa z dyskontem franka w dolnym punkcie interwencyjnym wyrażonym w markach, lecz wynosi 2,20% ($W^o \text{ DM/FF} \neq W^u \text{ FF/DM}$). Różnica ta wynika z zastosowania parytetów krzyżowych, czyli notowań DM i FF przez dolara (patrz formuła 7 i 8).

Przy ustaleniu zatem punktów interwencyjnych w odległości $\pm 2,25\%$ od parytetów, odpowiedzialność za utrzymywanie węższych marż spoczywałaby na bankach centralnych państw o najtębszej walucie. Zdecydowano więc ustalić kursy skupu walut EWG na poziomie

2,22% poniżej parytetu i kursy sprzedaży w wysokości 2,755% powyżej. Ustalono ponadto, że interwencje banków winny odbywać się tylko w wypadku osiągnięcia punktów interwencyjnych. Przyjęto zasadę nieinterweniowania w granicach dozwolonych marż. Decyzja ta miała zapobiec wystąpieniu ewentualnych konfliktów polityk walutowych państw członkowskich. W szczególnych wypadkach, gdyby bank chciał podjąć takie działania, winien uzyskać zgodę pozostałych członków Wspólnoty.

Wielowalutowe interwencje, polegające na zakupie przez bank kraju o najsilniejszej walucie najsłabszej waluty w „wężu”, przy równoczesnej sprzedaży przez bank kraju o najsłabszej walucie waluty najsilniejszej, skomplikowały system rozliczeń sald powstałych podczas interwencji. Należności powstają z dwóch tytułów: z zakupu na rynku dewizowym najsłabszej waluty oraz z ewentualnych kredytów zaciąganych przez bank kraju posiadający najniżej notowaną walutę w walucie najsilniejszej w celu sprzedaży jej na rynku dewizowym. Ustalono, że należności powstałe w drodze transakcji kasowych będą likwidowane transakcjami terminowymi.

Jak wspomniano wcześniej, kryzys światowego systemu walutowego zrodził konieczność poszerzenia marż wahań kursów w stosunku do waluty interwencyjnej — dolara. System „węża w tunelu” spełnił ten warunek, umożliwiając swobodne kształtowanie się kursów walut krajów EWG w stosunku do dolara pod wpływem sił rynkowych w granicach wyznaczonych przez Umowę Smithsońską, tj. w wysokości 4,5%. Podobnie jak w przypadku działań interwencyjnych, utrzymujących rozpiętość „węża”, tak i w stosunku do wahań kursu dolara, banki centralne EWG mogą interweniować tylko w wypadku osiągnięcia przez ich waluty punktu interwencyjnego do dolara.

Nie wykluczone było zatem powstawanie różnic między notowaniami kursów walut krajów EWG w stosunku do dolara na lokalnych rynkach dewizowych. Spodziewano się jednak, że transakcje arbitrażowe będą powodowały eliminację tych rozpiętości kursów. Elastyczność kursu dolara w ramach $\pm 2,25\%$ sprawiła, że „wąż” mógł przemieszczać się w tunelu od „podłogi do sufitu”, a w wypadku osiągnięcia przez niego górnego punktu interwencyjnego bank kraju o najsilniejszej walucie skuppywał dolary; gdy „wąż” osiągnął „podłogę tunelu”, wówczas bank kraju o najsłabszej walucie był zobowiązany sprzedawać dolary.

Rozpiętość pomiędzy kursami walutowymi krajów EWG również mogła kształtować się dowolnie, w granicach 2,25%, używając przenośni „wąż” mógł „tyć” lub „szczupnąć”, przy czym perspektywicznym celem EWG jest maksymalne wychudzenie „węża”, co będzie oznaczało eliminację marż wahań pomiędzy walutami Wspólnoty.

Rada Ministrów EWG na posiedzeniu w marcu 1972 r. uchwaliła, że omawiany system kursów Wspólnoty zostanie wprowadzony w życie z dniem 1 VII 1972 r. Nieoczekiwaną pomoc w realizacji tego postanowienia przyniosły bankom centralnym przepływy kapitałów spekulacyjnych. Gdy oficjalnie ogłoszono podjętą w marcu decyzję, „operatorzy” rynkowi dokonując zakupów lira — najsłabszej waluty EWG — podnieśli jego kurs i w ten sposób rozpiętość pomiędzy najsłabszą i najsilniejszą walutą Wspólnoty zmniejszyła się do 2,25%.

Niedługo jednak funkcjonował system „węża w tunelu” w pełnym składzie walut państw członkowskich. Atak kapitałów spekulacyjnych na funta szterlinga zmusił rząd Wielkiej Brytanii do zaniechania utrzymywania swej waluty w zawężonych marżach i wprowadzenia płynnego kursu funta.

Pozycję „węża” w tunelu określały wahania kursu dolara. Wkrótce po upłynięciu funta (23 VI 1972 r.) kapitały spekulacyjne zwróciły się przeciwko dolarowi. „Wąż” zajął górną pozycję w tunelu i banki centralne państw Wspólnoty zmuszone były dokonać zakupów znacznych ilości dolarów, by nie dopuścić do przekroczenia górnego punktu interwencyjnego walut EWG do dolara (2,30%). Na początku 1973 r. miało miejsce kolejny kryzys waluty Stanów Zjednoczonych. Masowe transakcje sprzedaży dolarów za najsilniejsze waluty Wspólnoty zmusiły państwa EWG do zamknięcia rynków dewizowych (12—13 II 1973 r.). Kurs dolara uległ tak znacznemu obniżeniu, że wobec zaistniałej sytuacji władze walutowe Stanów Zjednoczonych podjęły decyzję dewaluacji dolara o 10%. Rząd włoski, wprowadzając podwójny kurs lira (22 I 1973 r.), w niewielkim tylko stopniu wpłynął na poprawę swej sytuacji walutowej. Odływ kapitałów, spowodowany powiększeniem się deficytu bilansu płatniczego, zmusił władze włoskie do upłynięcia w połowie lutego kursu lira. Dewaluacja dolara i „falowanie” lira nie uspokoiły rynków dewizowych. Operatorzy rynkowi, wyrażając swą wątpliwość co do możliwości utrzymania smithsońskich marż, rozpoczęli masowo sprzedawać dolary na rynkach europejskich. Kraje EWG nie będąc już dłużej w stanie dokonywać zakupów dolarów w celu utrzymania kursów swych walut w marżach $\pm 2,25\%$ zdecydowały zaprzestać, z dniem 1 III 1973 r., interwencji dolarowych. W ten sposób odchylenia kursu walut EWG od kursu parytetowego wyrażonego w dolarach będą kształtowały się pod wpływem sił rynkowych i rozpiętość ich może przekroczyć ustalone w marcu 1972 r. punkty interwencyjne $\pm 2,30$ i $2,20\%$. Zadaniem banków centralnych państw Wspólnoty pozostało jedynie utrzymywanie wzajemnych wahań kursów w pasmie o szerokości 2,25%.

Gdy „wąż” wyszedł z „tunelu”, a mówiąc dokładnie, gdy „tunel” przestał istnieć (*block-floating*), wydawać by się mogło, że wzajemne związki pomiędzy kursami walut krajów EWG a kursem dolara ulegną rozluźnieniu. Z systemu wyłączone zostały przecież obligatoryjne interwencje dolarowe w celu utrzymania wahań „węża w tunelu”. Tak jednak się nie stało, co dotkliwie odczuł frank francuski. Z chwilą wyeliminowania interwencji banku centralnego RFN, mających na celu utrzymanie stopy aprecjacji i deprecjacji kursu marki do dolara (w ramach $\pm 2,25\%$), kurs marki do dolara zaczął szybko wzrastać. Było to konsekwencją silnej nadwyżki niemieckiego bilansu płatniczego w stosunku do Stanów Zjednoczonych. Równocześnie kurs franka do marki był utrzymywany w pasmie $2,25\%$. W tym to okresie typowymi stały się operacje arbitrażowe polegające na zakupie za franki marek i za uzyskane marki kupno dolarów.

Transakcje te wynikały z różnic pomiędzy W DM/\$ i W FF/\$. Przy czym istotną rzeczą było to, że arbitraże walutowe, zmierzające do likwidacji w krótkim czasie tych różnic, nie dały oczekiwanych rezultatów. Wynikało to z jednej strony z wzrastającego popytu Francji na dolary oraz z trwałej tendencji aprecjacji marki do dolara. Konsekwencją tego stanu rzeczy był spadek kursu franka do marki, który osiągnął dolny punkt interwencyjny. Konieczne stały się coraz częstsze i na większą skalę prowadzone interwencje w walutach EWG w celu utrzymania maksymalnej rozpiętości pomiędzy kursem marki i franka. Spadek rezerw walutowych Francji został spotęgowany atakami kapitałów spekulujących na rewaluację marki i guldena. W tej sytuacji francuskie władze gospodarcze zdecydowały się wprowadzić płynny kurs franka (19 I 1974 r.)⁶.

Bezpośrednią przyczyną wystąpienia franka z systemu „węża” była konieczność jego obrony przed atakami kapitałów spekulacyjnych, związana ze znacznymi stratami rezerw walutowych. Sądzić jednak należy, że motywy podjęcia tej decyzji tkwią również w działaniu mechanizmu systemu kursów walutowych Wspólnoty. Od czasu wyeliminowania interwencji dolarowych zmierzających do utrzymania „węża” w marżach $\pm 2,25\%$ różnice pomiędzy kursami walut EWG do dolara mogą być większe (jak to miało miejsce w opisanym przypadku) od $2,25\%$. W tej sytuacji los najsłabszej waluty (franka) zależał od jej zdolności podążania za najsilniejszą walutą w „wężu” (marką), która wykazywała silną i trwałą tendencję do aprecjacji w stosunku do dolara. Tak za-

⁶ Przez ponad rok frank pozostawał poza systemem „węża”. Powrócił do niego w maju 1975 r., a marcu 1976 r. frank ponownie wystąpił z „węża” EWG.

tem okazało się, że powodzenie procesu realizacji unii monetarnej (eliminacja marż wahań kursów) jest uzależnione nie tylko od tendencji kształtowania się bilansów płatniczych pomiędzy krajami Wspólnoty, lecz także w stosunku do państw trzecich. Wywiera to bowiem silny wpływ na kształtowanie się kursów wymiany walut. Przedstawione przyczyny opuszczenia „węża” przez franka ujawniają słabości techniczne systemu. Francuskie władze monetarne bardzo ostro skrytykowały te niedociągnięcia i zaproponowały ustalenie marż wahań walut EWG do dolara. Miało to zapobiec powstawaniu nieskoordynowanych wahań kursów między dolarem a walutami Wspólnoty.

Propozycje francuskie, jakkolwiek aprobowane przez partnerów, nie doczekały się realizacji. Jedynym ich rezultatem było przyjęcie na konferencji w Rambouillet zobowiązania Stanów Zjednoczonych i państw EWG do interwencji w celu korekty kursu między dolarem a „wężem”. Do tej pory jednak nie obowiązują w tym względzie żadne reguły. Interwencje te zależą od dobrej woli władz monetarnych.

W obecnej sytuacji „węża” EWG trudno nazwać instrumentem integracji, czy środkiem stabilizacji walutowej państw członkowskich. W skład tego systemu aktualnie wchodzi tylko jedna z „dużych” walut Wspólnoty — marka RFN. Frank, lir i funt szterling w dalszym ciągu pozostają poza systemem. W tej sytuacji „węża” walutowego słuszniej należałoby nazwać strefą marki niż wspólnotowym instrumentem integracji.

Przyczyn obecnego stanu rzeczy należy upatrywać nie tylko w technice funkcjonowania „węża”, lecz przede wszystkim w całokształcie sytuacji gospodarczej w świecie kapitalistycznym. Dotychczasowy okres istnienia „węża” był bez wątpienia jednym z trudniejszych dla gospodarki kapitalistycznej. Kryzys systemu walutowego a potem recesja z lat 1974—1976 z bardzo silnymi tendencjami inflacyjnymi w poważnym stopniu zakłóciły jego funkcjonowanie. Bardzo trudna sytuacja społeczno-polityczna we wszystkich państwach Wspólnoty sprawiła, że problemy integracyjne zostały odsunięte na dalszy plan. Kilkunastoprocentowe różnice w stopach inflacji między krajami EWG uniemożliwiły utrzymanie stabilnych kursów walutowych.

III. NOWE ROZWIĄZANIA WALUTOWE EWG

W roku 1978 odbyły w EWG dyskusje na temat reformy istniejącego systemu kursów walutowych. Na szczycie EWG w Kopenhadze kanclerz RFN H. Schmidt przedstawił projekt planu utworzenia strefy

walutowej, która objęłaby wszystkie waluty Wspólnoty. Po kilkumiesięcznej dyskusji ekonomistów i polityków, na początku grudnia 1978 r., kolejny szczyt EWG podjął decyzję utworzenia z dniem 1 I 1979 r. Europejskiego Systemu Walutowego (ESW).

Nieznane są jeszcze szczegóły techniczne tego rozwiązania. Można jednak na podstawie nieoficjalnych informacji i wyników dotychczasowej dyskusji podjąć próbę ogólnej charakterystyki ESW. Na wstępie należy podkreślić, że zatwierdzony projekt nie przewiduje zasadniczych przeobrażeń istniejącego systemu, jest pewną modyfikacją i usprawnieniem funkcjonującego „węża” walutowego.

Na podstawie dostępnych obecnie informacji wiadomo jest, że nie nastąpi w ESW poszerzenie istniejących marż wahań kursów walutowych (2,25%). Zmieni się jednak sposób wyznaczania kursów. W „wężu” kursy wymiany walut są określone przy pomocy tzw. „siatki parytetów”. Oznacza to ustalenie kursów interwencyjnych każdej waluty wobec pozostałych. W takim systemie, przy prawidłowo ustalonych punktach interwencyjnych, w momencie osiągnięcia maksymalnej rozpiętości „węża” działania interwencyjne podejmują banki emitujące najsłabszą i najsilniejszą walutę. Tak więc koszty interwencji ponoszą dwa banki.

Zastosowaniu takiego rozwiązania w ESW sprzeciwiły się kraje o słabszych walutach, np. Francja i Wielka Brytania. Wysuwają argument, że zastosowanie „siatki parytetów” zmusza kraje z deficytem bilansu płatniczego do finansowania obrony DM przed nadmierną aprecjacją. Jeżeli DM utrzyma jak dotychczas pozycję najsilniejszej waluty systemu jej zwykła tendencja będzie hamowana nie tylko przez Bank Niemiec, lecz także przez bank emitujący najsłabszą walutę (w celu utrzymania określonych marż wahań kursów).

W miejsce „siatki parytetów” zaproponowano zastosowanie ustalonych punktów interwencyjnych w stosunku do wspólnej jednostki monetarnej. W takim systemie powiązań kursowych każdy kraj odpowiadałby za utrzymanie swej waluty w punktach interwencyjnych.

Pewnym rozwiązaniem sporu na temat mechanizmów powiązań kursów jest zaproponowany przez J. van Ypersels'a kompromis⁷. Polega on na równoczesnym zastosowaniu „siatki parytetów” i punktów interwencyjnych w odniesieniu do wspólnej waluty. W tym systemie interwencje byłyby dokonywane w oparciu o „siatkę parytetów”, natomiast odchylenia od wspólnej waluty spełniałyby funkcję informacyjno-alarmową. To znaczy, że wskazywałyby krajom członkowskim, która waluta odchyła się najbardziej od wartości średniej (wspólnej jednostki) a tym samym zakłóca funkcjonowanie systemu.

⁷ *Snakes in the basket*, „The Economist” 23 IX 1978.

Kolejnym ważnym postanowieniem ostatniego szczytu w Brukseli są decyzje odnośnie funkcjonowania Europejskiego Funduszu Współpracy Walutowej. Fundusz istnieje już od 1974 r.; wydaje się jednak, że dopiero obecnie zostanie wyposażony w kompetencje i środki umożliwiające mu rozpoczęcie działalności zgodnej ze statutem. Ustalono, że EFWW już w 1979 r. otrzyma kapitały w wysokości 32 mld dolarów. Kapitały te zostaną przekazane przez kraje członkowskie w złocie i dolarach. Za wniesione wkłady kraje EWG otrzymają zapis w Funduszu przeliczony na wspólną jednostkę monetarną (ECU). Wszystkie operacje EFWW będą rozliczane w tej jednostce. Zasoby jego będą przeznaczone na finansowanie interwencji dewizowych.

Wyposażenie Funduszu we własne kapitały zmieni dotychczasowe zasady kredytowania interwencji dewizowych w EWG. Bilateralne kredyty zostaną zastąpione wspólnym systemem finansowania. Zmieni to istniejące relacje dłużnik—wierzyciel. Kraje deficytowe będą dłużnikami EFWW, a nie poszczególnych państw członkowskich; kraje nadwyżkowe będą kredytowały Fundusz.

Istnieje duże prawdopodobieństwo, że EFWW uzyska kompetencje (środki będzie posiadał na pewno) oddziaływania poprzez interwencje dewizowe na kurs wymiany dolarów w stosunku do walut Wspólnoty. Tak więc będzie pośrednio kształtował relacje kursowe między dolarem a wspólną walutą EWG.

Ważnym elementem przyszłej strefy walutowej ma stać się jednostka walutowa EWG. W chwili obecnej wiadomo, że wspólny pieniądz nie zostanie wprowadzony do sfery cyrkulacji państw członkowskich. A zatem nie będzie to waluta paralelna, obiegająca łącznie z walutami narodowymi. Nie będzie to jednak tylko jednostka rozrachunkowa. Należy oczekiwać, że ECU będzie stopniowo przejmowała funkcje środka płatniczego, składnika rezerw i w pewnym stopniu miernika wartości lub wspólnego przelicznika dla walut Wspólnoty.

Jak stwierdzono wcześniej operacje EFWW, a więc rozliczenia transakcji kredytowych będą dokonywane w ECU. Pozycje rezerwowe w Funduszu również będą wyrażone we wspólnej walucie, wymiennej zapewne na pozostałe waluty EWG i dolary. W trakcie dyskusji na temat organizacji systemu kursów walutowych w ESW była rozważana propozycja utrzymywania przez waluty narodowe określonych marż wahań do ECU. Realizacja tego postulatu oznaczałaby uczynienie z tej jednostki podstawy, punktu odniesienia dla walut narodowych.

Zbyt wcześnie jest jeszcze na wyczerpującą ocenę nowego systemu walutowego EWG. W chwili obecnej można co najwyżej wskazać kilka charakterystycznych dla niego cech odróżniających go od „węża” walutowego. Przede wszystkim należy oczekiwać, że ESW stworzy lepsze

warunki adaptacji kursów walutowych. Autorzy nowego rozwiązania wielokrotnie podkreślali, że jakkolwiek celem systemu jest stabilizacja kursów walutowych, nie wyklucza się możliwości korekt kursów (dewaluacja i rewaluacja), jeżeli zajdzie taka potrzeba. Uniknie się w ten sposób kosztownych interwencji dewizowych zmierzających do utrzymywania kursów pod- lub nadwartościowych.

Bardzo ważną cechą ESW jest awansowanie EFWW do roli centrum walutowego EWG. Fundusz będzie nie tylko zasobnym w kapitały źródłem kredytów, stanie się również poolem rezerw narodowych i dogodnym forum uzgadniania i koordynacji narodowych polityk walutowych.

Na zakończenie należy zwrócić uwagę na fakt, że autorzy nowego projektu wyznaczają integracji walutowej Wspólnoty mniej ambitne zadania niż na początku lat siedemdziesiątych. Obecnie politycy i ekonomiści częściej mówią o utworzeniu „strefy stabilizacji walutowej” niż o realizacji pełnej unii. Podkreśla się jednak przy tym, że aktualnie podejmowane działania powinny w dalszej perspektywie umożliwić osiągnięcie unii.

Janusz Bilski

THE SYSTEM OF CURRENCY EXCHANGE RATES IN THE EEC

The article of J. Bilski *The System of Currency Exchange Rates in the EEC* is composed of three parts. In the first part the author discusses in detail the Common Market system of currency exchange rates in force since 1971. Next, the author analyzes the so-called „Currency Snake”. This construction of currency exchange rates is an element of the monetary and economic union being created since 1971. The author presents both merits and drawbacks of this solution and he discusses external factors conditioning the effective functioning of the „snake”. In the third part J. Bilski presents the main assumptions of the new monetary system functioning within the EEC since 1979 as well as the discussion of economic advantages and disadvantages of solutions in the field of currency exchange rates employed in this system.