

DR STEFAN JANICKI (LONDYN)

WALUTOWY FUNDUSZ WYRÓWNAWCZY W. BRYTANII

Kiedy Izba Gmin uchwaliła w kwietniu 1932 r. wniosek, na mocy którego rząd Wielkobrytański upoważniony został do utworzenia Walutowego Funduszu Wyrównawczego¹, nie zdawano sobie wówczas na ogół należytej sprawy, że nowa instytucja, utworzona ad hoc, niejako dla chwilowej konieczności, po pięciu latach istnienia stanie się potężną maszyną do kontroli i regulowania wartości pieniądza w W. Brytanii, wzorem do naśladownictwa dla innych krajów oraz punktem ciężkości manipulowanego gold-bullion standard.

Aby! należycie ocenić znaczenie i rozwój angielskiego W. F. W., wypada sobie uprzytomnić warunki jego powstania, jego cele, strukturę, zmiany funkcjonowania oraz kierunek jego rozwoju. W tym krótkim artykule nie podobna jest omówić wszystkich stron działalności W. F. W., obejmującej także kompleks poziomów cen i bilansów płatniczych, z konieczności więc ograniczę się tutaj do analizy najbezpośredniejszego oddziaływania W. F. W. na układ pieniężny i kredytowy W. Brytanii. Wypada przy tym zaznaczyć z góry, że działalność W. F. W. trzymana jest w głębokiej tajemnicy, że wobec tego analiza ta w pewnej mierze oparta jest na domysłach i przypuszczeniach — zresztą całkiem logicznych — że powiązanie W. F. W. z Bankiem Angielskim czyni niepewne wnioski, oparte na skąpych i zagadkowych bilansach tej instytucji, jeszcze bardziej niepewnymi. Pomimo jednak tej tajemniczości, technika i funkcjonowanie W. F. W. są dziś już na ogół dobrze znane.

Kiedy w wrześniu 1931 r. W. Brytania wyrzekła się złotej waluty, wartość sterlinga pozostawiona została „samej sobie”, tj. według ówczesnej opinii sfer miarodajnych, przewartościowany w złocie od 1925 r. funt miał odnaleźć sam, bez żadnej pomocy, swój punkt równowagi, odpowiadającej ówczesnemu układowi sił ekonomicznych. W rzeczywistości jednak polityka ta była wynikiem bezsilności sfer, kontrolujących wartość funta, nie w walce z normalnymi siłami ekonomicznymi, lecz z ucieczką kapitałów z Anglii pod

¹ W artykule tym skrót „W. F. W.” będzie stale oznaczał nazwę tej instytucji.

wpływem obaw deprecjacji funta. Do polityki tej przyczyniła się też i chęć ulżenia krajowi, wymęczonemu ciągłą deflacją kosztów — deprecjacją pieniądza. W takich warunkach wartość funta „pozostawiona sobie” musiała się załamać i trudno było przewidzieć na jakim poziomie się zatrzyma. Położenie zaś ekonomiczne W. Brytanii w tym czasie, choć nie różowe, nie było jednak beznadziejne i alarm miał do pewnego stopnia podłoże polityczno-socjalne.

Po opuszczeniu złotej waluty sterling, choć na razie obniżył się do \$ 3,23* podniósł się niebawem do \$ 3,95 i odtąd, choć niepodtrzymywany, spadał tylko bardzo powoli. W październiku 1931 roku przeciętna wartość jego wynosiła \$ 3,89. Dopiero w listopadzie 1931 r. zaczęło się na nowo szybsze jego obniżanie się i w grudniu 1931 r. przeciętna wartość jego wynosiła \$ 3,37. Odstąpienie od złota wystawiło sterling na złe skutki wahań pasywnego bilansu płatniczego oraz rozwyrzonej spekulacji. Nie chcąc zdewaluować ostatecznie ze względów polityczno - ekonomicznych, pozostawało regulować podaż - popyt funta, tj. kupować i sprzedawać funty po stałej cenie dla danego okresu czasu. Cena ta nie została jednak ustabilizowana. Początkowo kontrolę kursu funta miał Bank Angielski, ale tylko w teorii, bo w praktyce możliwość jego interwencji była ograniczona. Kiedy chodziło o podtrzymanie funta, Bank Angielski mógł tylko użyć dewizy posiadane, których było mało i nie miał prawa zaciągać na ten cel pożyczek. A kiedy chodziło o powstrzymanie wzrostu kursu funta, Bank Angielski mógł kupić tylko tyle dewiz, ile mógł bezpiecznie trzymać jako pokrycie emitowanych banknotów i wkładów. Jeżeli w październiku kurs funta trzymał się, to dzięki repatriacji kapitałów angielskich po deprecjacji funta, czym zrównoważony niejako został wywóz z Anglii kapitałów cudzoziemskich.

Spadek kursu funta był też wynikiem operacji Banku Ang., który zaczął niezwłocznie skupować dewizy, na zniżkującym rynku, na spłatę kredytów walutowych, co naturalnie tylko obniżało jego kurs. Jednocześnie też Bank Ang. zaczął stosować politykę ekspansji kredytowej przy pomocy „open market”, operacyj, nie troszcząc się o to, czy złoto przybywało do kraju, czy też ubywało, co naturalnie musiało mu utrudniać zabiegi w regulowaniu kursu funta.

Niebawem jednak budżet został zrównoważony, stopa procentowa obniżona do 2 %, spłacone zostały niemal w całości kredyty walutowe, a ograniczenia dewizowe zniesione 3 III 1932 r. I oto nagle, w początku 1932 r., zamiast ruiny funta, przepowiadanej za granicą, zjawiała się niepożądana jego aprecjacja, niepożądana dlatego, że choć nikt sobie nie życzył w Anglii inflacji, ani za daleko posuniętej deprecjacji funta, to jednak było ogólnym pra-

gnieniem wówczas, utrzymanie kursu funta na wysokości \$ 3,40 do 3,50, aby tym wyrównać spadek cen o 29% od 1928 r. W. Brytania uważała bowiem deprecjację waluty za środek, obok silnej ekspansji kredytu, wyjścia z kryzysu. W marcu 1932 r. kurs podniósł się do \$ 3,63, a sięgnął nawet \$ 3,82³/₄ i podobno w ciągu 2 dni Bank Ang. zmuszony był kupić za £ 23 mil. dewiz, aby tea wzrost kursu powstrzymać. Przyczyny tego wzrostu były różne. Po stronie podaży funta ustała w lutym repatriacja kapitałów francuskich i Bank Ang. przestał kupować dewizy; po stronie popytu — zaczęły napływać kapitały z Ameryki. W tym też czasie zaczął się na wielką skalę przywóz złota z Indyj; stopa procentowa w W. Brytanii była też wyższa niż w innych krajach, wreszcie, w miarę tego, jak zaufanie do walut w innych krajach słabło, zaufanie do funta wzrastało i znaczne kapitały zagraniczne zaczęły napływać do W. Brytanii. Wówczas to zrodziły się obawy, że ten „zły” pieniądz, jak go nazywają Anglicy, tj. pieniądz, który gotów jest uciec natychmiast przy pierwszym popłochu, grozi powtórny załamaniem się funta i że należy znaleźć środki przeciwdziałania temu niebezpieczeństwu. Na razie kurs funta był od marca 1932 r. kontrolowany na rynku złota przez skarb, potem Bank Ang. zaczął skupować dewizy, a od 14 V i złoto, płacąc po raz pierwszy premię na złocie od czasu zawieszenia złotej waluty. W takich warunkach powstał W. F. W. Wszystkie mowy parlamentarne w tym czasie wyrażały obawy, że napływ kapitałów zagranicznych, który w 1931 roku zniewolił Anglię do zawieszenia złotej waluty, teraz, wbrew jej woli, znów zmusi ją do powrotu do tej waluty, i że raptowne a wielkie wahania kursu są szkodliwe dla handlu i przemysłu. Już w początku marca 1932 r. Sir G. Collins domagał się w Izbie Gmin interwencji rządowej, sugerując kupno złota przez skarb. W ustawie dewizowej 1931 r. rząd miał skuteczny środek obrony funta od deprecjacji, nie posiadał natomiast oręża do walki z aprecjacja sterlinga.

Początkowo rząd negował niebezpieczeństwo i uważał odstąpienie Ameryki od złotej waluty za niemożliwe. Niebawem jednak okazało się, że obawy gremialnego przypływu kapitałów obcych były uzasadnione i presja na funt wzrastała. Władze monetarne mają trzy sposoby walki ze „złym” pieniądzem: 1. ograniczenia dewizowe; 2. zmienne parytety; 3. utworzenie specjalnej organizacji na wzór W. F. W. Nie jest rzeczą przypadkową, że rząd angielski wybrał ostatni środek i oto do budżetu na 1932/3 r., przedłożonemu Izbie Gmin 19 IV 1932 r., min. Skarbu wprowadził rezolucję powołującą do życia nową instytucję, której dano nazwę: „Exchange Equalization Account”.

Min. Skarbu motywował wniosek swój w sposób następujący: w ciągu ostatnich tygodni nagromadziło się w W. Brytanii sporo płynnego kapitału wskutek utraty zaufania zagranicy do walut. Kapitał ten może łatwo przenosić się z jednego ośrodka finansowego do innego i w ten sposób ułatwiać operacje spekulantów. Przy czym taka wędrówka kapitałów wywiera ujemny wpływ na kursy walut, szczególnie zaś na sterling, który nie spoczywa już na złocie. Wzrost kursu jest niedogodny dla handlu, zaś dopływ kapitału, nie będący wynikiem stałej naprawy bilansu płatniczego, może mieć fatalne następstwa w razie jego odpływu. Dlatego, aby uniknąć tych gwałtownych i niebezpiecznych wahań kursowych, szczególnie pod wpływem spekulacji, jeśli chcemy, aby W. Brytania pozostała efektywnym ośrodkiem finansowym, jest rzeczą niezbędną, abyśmy posiadali tak wielką rezerwę w złocie i dewizach, abyśmy mogli: a) sprostać nagłemu odpływowi krótkoterminowego kapitału i b) mogli przeszkodzić operacjom spekulacyjnym. W kwietniu, 25, 1932 r. wniesiona została do Izby rezolucja skarbową, ustanawiająca W. F. W. dla celów: wzmocnienia waluty i przeszkodzenia niepożądanym wahanom wartości zamiennej sterlinga. Ale w ustawie późniejszej pierwszy cel, dotyczący wzmocnienia waluty, został pominięty². Widocznie uważano, że wartość funta wzrosła już dostatecznie i że nie ma obaw co do utraty tej wartości. Natomiast chodziło o „wygładzanie” wahań kursowych zbyt nagłych i wielkich nie tylko w interesie Anglii, ale całego bloku sterlingowego. W każdym razie rząd zdawał sobie sprawę, że o absolutnej kontroli wartości funta na ściśle dowolnym poziomie mowy nie ma, a nawet nie był pewny, czy te wielkie przypyły i odpływy kapitału nie zagrażają istnieniu nowej instytucji. Z całą też siłą podkreślał fakt, że W. F. W. był tylko „czasową instytucją, a nie stałą”.

Ustawa skarbową 1932 r. w IV cz. zawiera artykuły, odnoszące się do W. F. W., tak jak one zostały zatwierdzone przez parlament. W krótkości ustawa ta przewiduje utworzenie, pod kontrolą skarbu, specjalnej instytucji, wyposażonej z funduszy skonsolidowanych w sumę £ 150 mil. kredytów państwowych, pilus pozostałość z dawnego „Funduszu Dolarowego”, w sumie przeszło £ 25 mil., tak że początkowy kapitał W. F. W. wynosił przeszło £ 175 mil. Fundusze te W. F. W. zaciągać może w wekslach skarbowych, w formie pożyczek i awansów w Banku Ang. i resortach państwowych, zaś aktywa swe może trzymać w funtach, złocie lub dewizach zagranicznych. Administratorem W. F. W. jest departa-

² Że rząd nie miał zamiaru wzmacniać funta, świadczy chociażby powiedzenie min. skarbu w Izbie Gmin dnia 9 V 1932 r.: „rząd nie życzy sobie, aby wartość zmienna funta się podniosła” (oklaski).

ment emisyjny Banku Aug., który i tak już jest odpowiedzialny wobec skarbu. W. F. W. może sprzedawać złoto i dewizy temu departamentowi i kupować je od niego, a ponieważ Bankowi Aug. nie wolno płać więcej jak 85 sz. za uncję czystego złota, kiedy cena złota na rynku znacznie przewyższa tę „stałą cenę”, jak ją nazywa ustawa, więc też ustawa przewiduje, w czasie istnienia W. F. W., specjalną waluację złota i dewiz w posiadaniu tego departamentu. I tak, kiedy Bank Ang. kupuje złoto na rynku, lub od W. F. W., płaci on tylko za nie „stałą cenę”, zaś różnicę awansuje W. F. W., a kiedy Bank Ang. sprzedaje złoto, to różnicę tę otrzymuje W. F. W. Zanim W. F. W. będzie zlikwidowany nastąpić ma ostateczna waluacja złota w departamencie emisyjnym Banku Ang., tj. jego rewaluacja według ceny do uzgodnienia między skarbem a tym deparlamentem (tj. pewnie w zależności od ostatecznej dewaluacji funta) i różnica w cenie ma być zwrócona W. F. W. przez Bank Angielski.

Co do dewiz, to o ile wskutek wahań kursowych okaże się przy ich sprzedaży, lub w czasie waluacji, że miała miejsce deprecjacja, lub strata na tych aktywach, lub też odwrotnie — aprecjacja lub zysk, to różnica ta musi być zwrócona w pierwszym przypadku Bankowi Angielskiemu przez W. F. W., a w drugim — W. F. W. przez Bank Angielski.

W. F. W. może być zlikwidowany w każdej chwili przez Skarb, lub też na mocy uchwały Izby Gmin, w tym wypadku przestaje on istnieć w 6 miesięcy. Po zlikwidowaniu W. F. W., aktywa jego mają być użyte na spłatę długu narodowego według uznania skarbu.

Kiedy W. F. W. rozpoczął swoją działalność, posiadał on do dyspozycji kredyt na sumę przeszło £ 150 mil., był więc na razie dobrze wyposażony do walki z aprecjacją funta, nie posiadał atoli środków, tj. złota i dewiz, do obrony sterlinga w razie jego deprecjacji. Prawda, od Banku Angielskiego nabył on £ 15 mil złota, kupionego przy pomocy skarbu w drugim kwartale 1932 r., oraz 6 miliardów franków, ale suma ta była niewystarczająca, tym bardziej że w przewidywaniu grudniowej raty długu wojennego, należnego Ameryce, skarb nie chciał użyć złota na obronę funta, a samych dewiz nie starczyło na długo. A właśnie w tym czasie sterling zaczął spadać: w czerwcu (1932 r.) kurs jego spadł do \$ 3,59, w lipcu do \$ 3,49, sierpniu i wrześniu do \$ 3,44, w październiku do \$ 3,26, w listopadzie do \$ 3,14^{1/2} i grudniu — \$ 3,16^{1/4}. W październiku zapas dewiz się wyczerpał i funt znów był pozostawiony „samemu sobie”. Od lipca do października kurs funta obniżył się o 50 ct., czyli 13%, a w ciągu następnych 2 miesięcy o dalsze 30 ct., czyli prawie 10%.

Od końca grudnia 1932 r. W. F. W. był czynny na nowo i niebawem nastąpiły znów lepsze czasy dla funta. W. F. W. zaczął gromadzić dewizy, które zaraz zmieniał na złoto, jednocześnie Bank Angielski zaczął kupować złoto na wielką skalę, przeważnie od W. F. W., który teraz miał go za dużo. Kiedy w marcu 1933 r. zaczął się napływ kapitałów amerykańskich, to początkowo był on neutralizowany odpływem amerykańskich kapitałów bankowych, niezbędnych do upłynnienia banków w Ameryce, tak że W. F. W. nie miał wielkich trudności w kontrolowaniu dolara, w każdym razie frank był trzymany na poziomie 88. Jednakże w kwietniu kurs dolara wzrósł do \$ 3,93, a franka do 90, a potem nawet kurs dolara wzrósł do \$ 5,53, chociaż franka spadł do $84\frac{5}{8}$, tj. okazało się, że W. F. W. ma za małe fundusze, że chociaż w stosunku do złota funt się obniżył, to presja ze strony dolara była tak wielka, że wartość funta w dolarach wzrosła. Wtedy to okazała się konieczność powiększenia funduszy W. F. W. i oto w budżecie na 1933/34 r. minister Skarbu zażądał powiększenia kredytów państwowych o dalsze £ 200 mil. W mowie swej minister powoływał się na to, że pomimo wielkich obrotów na rynku dewizowym, dochodzących nieraz do £ 8 mil. dziennie, W. F. W. potrafił utrzymać kurs funta względnie stałym. Ale środki jego były chwilami niedostateczne. Okazało się, że Anglia posiada zbyt szczupłe rezerwy złota, które teraz należy koniecznie zwiększyć. Zresztą wahania sezonowe na rynku dewizowym, które wymagać będą gromadzenia zapasów dewiz ku jesieni, też do powiększenia funduszy zmaglają. Izba Gmin uznała konieczność powiększenia kredytów W. F. W., które też zostały zwiększone o dalsze £ 200 mil., do £ 383 milionów.

Aby należycie ocenić sprawność W. F. W., trzeba by było znać szczegółowo jego operacje oraz móc przewidzieć, jakby się kształtowały kursy bez jego interwencji. Można by też ocenić to w przybliżeniu, gdybyśmy znali dokładnie jego operacje z dnia na dzień, przy kursach wczorajszych i (początkowych, a także kursy „futures”. Moglibyśmy wtedy powiedzieć ogólnikowo, czy interwencja W. F. W. była skuteczna i o ile. Z braku takich danych, przy ocenie tej sprawności, musimy kontentować się rozpięciem wahań kursowych, szczególnie tych, które towarzyszyły zwiększonej presji na fundusz z jednej lub drugiej strony. Rozpięciaienne były nieraz bardzo znaczne. Tutaj musimy ograniczyć się do przeciętnych wahań miesięcznych.

Historia kursów funta za ostatnie $4\frac{1}{4}$ roku wykazuje w stosunku do dolara, który do kwietnia 1933 r. był na złocie, dość raptowny spadek w drugiej połowie 1932 r., potem gwałtowny wzrost

do końca 1933 r., znów dość raptowny spadek aż do kwietnia 1935 r., a potem już tylko względną stabilizację kursu. W stosunku do franka francuskiego, kurs funta wykazuje ciągły i dość raptowny wzrost od połowy 1932 r. do kwietnia 1935 r., po czym już, po niewielkim spadku kursu, nastąpiła względna jego (Stabilizacja. Lata więc 1932—1935 wykazują wielkie odchylenia kursowe wwyż i wniżej oraz poważne wahania ich, tak że przez pierwsze trzy lata swej czynności W. F. W. nie udało się ani powstrzymać pierwszych, ani „wygładzić” drugich. I tak, jeśli weźmiemy dolar naprzód, w 1931 r. spadek kursu wyniósł \$ 1,63 w ciągu 3 miesięcy; od stycznia 1932 r. do maja tego roku kurs od najniższego do najwyższego podniósł się o 60 ct., czyli 18,5% i w tym okresie wahania miesięczne wynosiły od 7 do 35 ct.; od maja do lipca tego roku kurs spadł o 24 ct. czyli 6,3%, a wahania wynosiły od $1\frac{1}{4}$ do 21 ct.; od lipca 1932 r. do grudnia tego roku kurs spadł o 53 ct., czyli $14\frac{1}{2}\%$, a wahania dochodziły do 10 ct. i w październiku i listopadzie wzrosły do 20 ct. Ponieważ w listopadzie W. F. W. nie miał już dewiz na obronę funta, jasnym jest, że do tej pory akcja „wygładzania” kursu dolara nie bardzo się powiodła. Od marca do października 1933 r. kurs dolara wzrósł o \$ 2,37, czyli o 75%, niemal dwa razy tyle, ile wynosił spadek jego w 1931 r., a odchylenia miesięczne dochodziły 76 ct. Od listopada 1933 r. do kwietnia 1935 r. spadek kursu wynosił 82 ct., czyli 15%, a wahania dochodziły do 27 ct. Odtąd już w ciągu 1936 r. kurs wykazuje niewielki tylko wzrost i spadek, wahając się około \$ 4,88, tj. kursu, jaki Anglia pragnęła mieć. Można by przyjąć, że w tym czasie W. F. W. nauczył się nareszcie „wygładzać” kursy, w czym dopomagały mu do pewnego stopnia inne kontrole walut, ale z braku wielkich ruchów kapitałów w tym czasie — sprawa nie jest dość jasna.

Podobnie rzecz się ma i z frankiem. Od lipca 1932 r. do października 1934 r. kurs jego podniósł się 20 fr., czyli 22%, a wahania miesięczne dochodziły 5,5 franka. Co do sezonowości, to, jak dawniej, kurs dolara i franka wykazuje największy spadek W jesieni, a największy wzrost na wiosnę.

Na ogół możemy stwierdzić, że W. F. W. był bezsilny w walce przeciwko masowemu napływowi lub odpływowi kapitałów, jak nim był przedtem Bank Angielski. Wydaje się, że nie tyle W. F. W. sam, ile stabilizacja warunków polityczno - ekonomicznych może skutecznie stabilizować waluty. Sama manipulacja pieniężna nie Wystarcza. Jest rzeczą jasną, że przy dobrej woli i odpowiednich funduszach, W. F. W. mógłby utrzymać kurs funta na stałym poziomie, odpowiadającym „normalnym” warunkom, przeciwko którym iść ani mógłby, ani zamierzał. Ale praktyka wykazała, że takie

manipulowanie nie jest łatwe i wymaga nadzwyczajnych funduszy, aby móc sterylizować masowy dopływ kapitałów obcych. Wystarczy wskazać, że przywóz złota z Francji do Anglii w samym drugim półroczu 1936 r. wyniósł £ 160 mil. Trudno też jest wyeliminować z tych wahań wpływ „normalnych” czynników, gdyż brak ku temu ustalonej teorii. Każda deprecjacja pieniądza kolejno przesuwiała wartości parytetowe walut. I tak na przykład na podstawie teorii „parytetu siły nabywczej” funt po 21 IX 1931 r. był niedowartościowany w stosunku do dolara, które zaczęło się 13%, a w grudniu tego roku wzrosło do 21 % i spadło w ciągu 1932 r. do 17%. Po odstąpieniu Ameryki od złota, tendencja była w przeciwnym kierunku i po wielu wahaniach funt był przewartościowany w grudniu 1934 r. o 6,2%, a w grudniu 1935 r. — o 4,2% w stosunku do dolara. Jednocześnie frank był przewartościowany o 13,7% i 9,2% w stosunku do dolara i o 8,2% i 4,5% w stosunku do funta. W grudniu 1936 r., po dewaluacji franka, wartość jego była już tylko przewartościowana o 0,8% w stosunku do dolara, ale o 6,8 w stosunku do funta. Funt zaś być przewartościowany o 10,7% w stosunku do dolara. Nie ulega wątpliwości, że zrównanie wartości dolara i franka przyczyniło się w dużej mierze do uproszczenia zabiegów stabilizacyjnych, czynionych przez trójp porozumienie wrześniowe roku ubiegłego, podobnie jak dawniej ich dysharmonia musiała w dużym stopniu pogłębiać odchylenia kursowe.

Prócz „wygladzania” nadzwyczajnych i sezonowych wahań kursowych. W. F. W. ma jeszcze w opinii publicznej być izolatorem rynku pieniężnego od wstrząsów, jakie wędrówki kapitałów powodowały dawniej, a także kontrolerem kredytu. Ta jego działalność jest związana z techniczną stroną jego operacyj. Fundusze swe W. F. W. trzyma bądź w funtach, bądź w złocie i dewizach zagranicznych. Funty otrzymuje on od Skarbu w wekslach skarbowych tzw- „tap”, które to operacje trzymane są w tajemnicy. Niezawodnie W. F. W. korzysta też z awansów, szczególnie Banku Angielskiego. Aby móc kupować złoto i dewizy, W. F. W. musi spieniężyć weksle skarbowe i od tej chwili wchodzi on w kontakt z rynkiem pieniężnym. Czyni on to również kiedy dla obrony funta sprzedaje złoto, lub dewizy, lub kiedy przy pomocy Banku Angielskiego tak reguluje swe aktywa, aby zarazem kontrolować wartość funta jak i cenę złota. Kiedy ze sprzedaży złota i dewiz W. F. W. ma za dużo funtów, to miast trzymać je w banku bezprocentowo — co miałoby rezultat deflacyjny — lokuje on je znów w wekslach skarbowych lub też wypożycza je z powrotem skarbowi.

Dla swych operacyj rynkowych W. F. W. posiada trzy źródła: Bank Angielski, banki kupieckie i „open market”. Od nich kupuje on weksle skarbowe, złoto i dewizy, im też sprzedaje on te walory. W zależności jednak z kim zawiera on transakcje, jaki otrzymuje, lub daje w zamian instrument i co on, lub jego klient z tym instrumentem robi, zachodzą na rynku pieniężnym różnego rodzaju zmiany, dzięki którym W. F. W. może wywierać wpływ na rynek pieniężny. Operacje W. F. W. redukują się do dwóch typów: kupna i sprzedaży. Nie podobna opisać tu przebiegu tych skomplikowanych transakcyj, ale w krótkości wynik ich jest następujący:

1. Kiedy W. F. W. sprzedaje weksle skarbowe lub dewizy Bankowi Angielskiemu, to ostateczny rezultat tych operacyj w Banku Angielskim jest wzrost portfelu wekslowego lub dewiz i wkładów publicznych, ale stosunek rezerwy do zobowiązań zmniejsza się. Jeżeli przytem W. F. W. deponuje czeki Banku Angielskiego w bankach prywatnych, to operacja ta różni się od poprzedniej tylko tym, że w Banku Angielskim zamiast wkładów publicznych zwiększają się wkłady bankowe, ale w bankach wzrosną wkłady W. F. W. i gotówka, tak że stosunek ich rezerw do wkładów zwiększy się.

2. Jeżeli W. F. W. sprzedaje weksle skarbowe (złoto lub dewizy) bankom prywatnym wprost, lub za ich pośrednictwem rynkowi pieniężnemu, to w bankach wzrosną wkłady W. F. W., portfel wekslowy (złoto lub dewizy), lub też „call money, etc.”, ale ich gotówka się nie zmieni i dlatego jej stosunek do Wkładów się zmniejszy. O ile banki prywatne uważać będą, że większy portfel wekslowy nie jest równie pewny, jak gotówka, może nastąpić redukcja kredytu już chociażby z tego powodu. Jeżeli W. F. W. zdeponuje czeki banków w Banku Angielskim, to w tym ostatnim stosunku rezerwy do zobowiązań się nie zmieni.

3. Kiedy W. F. W. sprzedaje weksle skarbowe (złoto lub dewizy) „open market”, to, po wydatkowaniu przez W. F. W. otrzymanych funduszy, rezultat będzie ten, że ani wkłady, ani gotówka, ani stosunek rezerwy do wkładów w bankach się nie zmieni.

Odwrotny rezultat będzie miał miejsce od wyżej podanych przy kupnie przez W. F. W. weksli skarbowych, złota lub dewiz od Banku Angielskiego, banków prywatnych lub „open market”, przy czym nadmienić jeszcze wypada, że tak przy kupnie, jak sprzedaży „open market” sprawa się komplikuje tym, że kiedy W. F. W., lub też klienci banków deponują bądź czeki Banku Angielskiego w bankach, bądź też odwrotnie czeki banków w Banku Angielskim, to choć w tym ostatnim stosunek rezerwy do zobowiązań się nie zmieni, w bankach nastąpi w pierwszym wypadku

zwiększenie, a w drugim zmniejszenie się stosunku rezerw do wkładów.

W. F. W. izoluje rynek pieniężny od zewnętrznych wstrząsów przy pomocy złota, które stanowi ostateczne źródło rezerwy Banku Angielskiego, będącej podstawą całego systemu kredytowego W. Brytanii. Przy złotej walucie złoto napływało do Anglii i odpływało w zależności od kursu funta. Kiedy kurs jego był poniżej punktu wywozowego, złoto odpływało i odwrotnie, przypływało, kiedy kurs jego był wyższy od punktu przywozowego. Kiedy złoto przybywało, przechodziło ono wprost, lub za pośrednictwem banków, do Banku Angielskiego, gdzie wzrastały z tego powodu wkłady bankowe i cyrkulacja banknotów, a więc podstawy krótkoterminowego kredytu rosły, a stopa procentowa miała tendencję zniżkową. Odwrotnie, kiedy złoto odpływało — kurczyła się rezerwa w bankach i w Banku Angielskim, oraz obieg pieniądza, za czym podstawy kredytowe malały i stopa dyskontowa miała tendencję zwyżkową. Zmiany te zresztą były nieraz niezależnie od specyficznego układu koniunktury angielskiej, ale zależały od koniunktury światowej. Należy jednak zaznaczyć, że wyżej opisany mechanizm służył zarazem jako środek do przywrócenia równowagi, kiedy równowaga światowa została naruszona. Od 1931 r. sytuacja uległa gruntownej zmianie. Kurs funta nie jest już sztywny, ale jest elastyczny. Ruch złota trwa nadal, ale jego wpływ na rynek wewnętrzny jest zneutralizowany, a nawet odbywa się w przeciwnym kierunku, a to dlatego, że nie pochodzi ono z rezerw Banku Angielskiego, ale z zapasów W. F. W., tak że operacje tego ostatniego zupełnie zniosły ujemny wpływ, jaki wahania kursowe miały na obfitość krótkoterminowej gotówki i stopę dyskontową. Rezultat tych operacji jest następujący:

Kiedy złoto przybywa do Anglii — tj. zagranica sprzedaje dewizy i złoto za funty — to aby mieć funty na zakup dewiz, W. F. W. sprzedaje najpierw weksle skarbowe. Wówczas, jak widzieliśmy, zwiększają się wkłady w bankach i portfel wekslowy, ale procent rezerwy się zmniejszy. Kiedy potem W. F. W. kupuje za funty dewizy i złoto, to nabywcy funtów zastąpią nimi w bankach funty, wydatkowane przez W. F. W., tak że w rezultacie stosunek rezerwy pozostanie zredukowany. Jeżeli zagraniczni nabywcy funtów nabędą za nie weksle skarbowe etc, to sprzedawcy tych ostatnich znów zastąpią w bankach wkłady W. F. W., więc i tak czy inaczej stosunek rezerwy pozostanie mniejszy. Kiedy złoto odpływa, tj. zagraniczni kapitałiści sprzedają funty za dewizy i złoto, to w bankach kurczą się wkłady i stosunek rezerwy wzrasta. W. F. W. dostarczając dewizy bankom, otrzymuje w zamian funty tych kapitalistów, za które albo kupuje weksle skarbowe w bankach, tak

ze to redukuje wkłady i portfel wekslowy, ale stosunek rezerwy pozostaje większy, albo też kupuje on weksle skarbowe „open market” i wówczas ich sprzedawcy otrzymanymi w zamian funtami zastępują wkłady W. F. W. w bankach i stosunek rezerwy w nich pozostanie nadal większy.

Widzimy więc, że istotnie kurs funta przestał mieć wpływ na kredyt krajowy. Przy złotej walucie interweniował kraj, którego kurs spadał i złoto odpływało, podnoszono wówczas stopę procentową. Teraz interweniuje W. F. W., kiedy kurs rośnie na skutek Przypływu kapitałów, a nie spada. Dawniej dbano, aby waluta była mocna, teraz zaś, aby była słaba. Pytanie tylko, czy taka izolacja jest zawsze pożądana? Otóż wydaje się, że ignorowanie „normalnych” sił ekonomicznych, przy jednoczesnej kontroli kursów walut, może pójść za daleko i może sztucznie przedłużyć stan nierównowagi ekonomicznej, wymagającej wyrównania. Kontrola więc powinna pozwolić funduszom „normalnym” działać albo na kursy, albo na kredyt krajowy, ale jak je rozpoznać?! Ostatnio przybył W. F. W. nowy środek izolacyjny: jest nim cyrkulacja niepokrytych złotem banknotów.

Nagromadzenie złota przez W. F. W. powoduje nasycenie, zagrożające niezdolnością dalszej obrony funta. W takim wypadku W. F. W. ma trzy drogi do wyboru: pozwolić na wzrost wartości funta, co jest z góry wykluczone; zwiększyć przyznane sobie kredyty, co jest z politycznych względów ambarasujące; odsprzedać część lub całość posiadanego złota. Skarb angielski wybrał to ostatnie. W. F. W. może sprzedać złoto swe, bez podniesienia Wartości funta i bez pozbawienia się ewentualnej rezerwy, tylko Bankowi Angielskiemu. Ale normalnie taka sprzedaż grozi kolosalną inflacją, gdyż według ustawy Bank Angielski musiałby użyć złoto to za pokrycie dla dalszej emisji banknotów. Rozwiązanie trudności ułatwiło istnienie tej części emisji, która nie jest pokryta złotem. Według ustawy pieniężnej 1928 r., cyrkulacja ta wynosić ma £ 260 mil., ale może być przez skarb na pewien czas zmniejszana lub zwiększana.³ Otóż chcąc się pozbyć złota, W. F. W. sprzedaje je departamentowi emisyjnemu Banku Angielskiego z tym, żeby jednocześnie odpowiednia część emisji, pokrytej walorami, została odtąd pokryta złotem. Przez to wielkość obiegu się nie zmieni i wartość funta pozostanie nietknięta, zaś W. F. W. zatrzyma dla siebie w Banku Angielskim część swej rezerwy w złocie, którego przypływ pozostał jednak bez skutku na rynek pieniężny. W ten sposób, kiedy w lutym i marcu 1933 r. Bank Angielski nabył od W. F. W. znaczniejszą sumę złota, emisja, niepokryta złotem,

³ Bez zgody parlamentu zwiększenie to może trwać tylko do 2 lat.

została zredukowana 31 III o £ 15 mil. i doprowadzona tym do legalnego maksimum £ 260 mil. W połowie grudnia 1936 r. Bank Angielski znów nabył od W. F. W. £ 65 mil. złota po „stałej cenie”, przy czym emisja niepokryta złotem została zredukowana o £ 60 mil., wynosząc obecnie tylko £ 200 mil. Odkryty więc został sposób odnawiania się W. F. W. i gdyby nie ograniczona wielkość emisji niepokrytej złotem oraz strata na sprzedaży złota (choćaby książkowa) Bankowi Angielskiemu, to teoretycznie W. F. W. mógłby wykupić całe złoto świata i ulokować je w Banku Angielskim. Ale i tak akumulacja złota w Banku Angielskim może przyjąć wielkie rozmiary. Teoretycznie ogólna suma złota, jaką W. F. W. może być Bankowi Angielskiemu w obecnych warunkach, da się najłatwiej wyrazić formułą:

$$X \left(\frac{100-a}{100} \right) + X \left(\frac{100-a}{100} \right)^2 + X \left(\frac{100-a}{100} \right)^3 + \dots + X \left(\frac{100-a}{100} \right)^n,$$

gdzie X jest początkowy kapitał W. F. W.; a = premii na złocie w procentach; n = ilości transakcyj całkowitych. I tak np. przy X = £ 380 mil.; a = 40; n = 4, W. F. W. mógłby kupić na rynku złota i odsprzedać je Bankowi Angielskiemu po „stałej cenie” za około £ 500 milj., którego wartość rynkowa wynosiłaby jakie £ 825 mil. Ale po czwartej odsprzedaży całkowitej fundusze W. F. W. spadłyby do £ 50 mil. Już po drugiej wymianie wynosiłyby one tylko £ 136 mil. W ciągu istnienia W. F. W. Bank Angielski nabył £ 183 mil. złota, wartości rynkowej £ 296 mil., co odpowiadałoby 0,8 pierwszej kompletnej wymianie i redukowało fundusze W. F. W. do £ 270 milionów.

Gromadzenie złota w Banku Angielskim, prócz tego, że jest nieekonomiczne i na ogół deflacyjne, ma jeszcze do siebie, że grozi inflacją pieniądza w samej Anglii. Sterylizacja złota przy pomocy emisji niepokrytej złotem kończy się obecnie na £ 200 mil. Dalszy przyływ złota do Banku Angielskiego byłby źródłem wzrostu emisji na wielką skalę.⁴ Aby przeszkodzić inflacji, Bank Angielski musiałby mieć prawo sterylizować złoto. Do tej pory jednak import złota nie przekroczył rozmiarów dających się kontrolować.

Kontrolę rynku pieniężnego W. F. W. wywiera wprost przy pomocy weksli skarbowych i złota, lub też pośrednio przez Bank

⁴ Oczywiście w pewnych granicach można neutralizować wzrost emisji przy pomocy „open market” operacji Banku Angielskiego, lub też „open market” sprzedaży dodatkowych weksli skarbowych przez W. F. W., który otrzymane funty deponowałby w bankach. Ale taka inflacja weksli skarbowych ma swoje granice praktyczne i legalne.

Angielski, któremu umożliwia kupno złota. Kiedy W. F. W. sprzedaje złoto Bankowi Angielskiemu w drodze normalnej — zwiększa on tym podstawy emisji banknotów, a zarazem i kredytu. Kiedy sprzedaje złoto bankom, lub „open market”, to redukuje on tym zasoby rynku pieniężnego dopóty, dopóki nie wydatkuje otrzymanych W zamian funtów. Kupując za nie weksle skarbowe, znów zwiększa on zasoby rynku pieniężnego. Kiedy W. F. W., lub też Bank Angielski za jego pośrednictwem, kupuje złoto, to zwiększają się wkłady bankowe w Banku Angielskim i podstawa kredytu. Ale największym regulatorem zasobów rynku pieniężnego stał się w rękach W. F. W. weksel skarbowy. Można rzec, że wpływ W. F. W. na rynku pieniężnym mierzy się ilością weksli skarbowych, umieszczonych na tym rynku, również i dlatego, że W. F. W. może regulować ich sprzedaż przetargową („tender”) przy pomocy ich ilości, nabywanej przez się drogą „tap”. Ale sprzedaż weksli skarbowych bankom ma tendencję deflacyjną, gdyż w drodze bezpieczeństwa banki zmuszone są nieraz z tego powodu redukować pewną część innych swych aktywów, jak np. „call money”, lub pożyczki. Wina za to spada na tajemnicę jaką otoczone są operacje W. F. W. Banki powinny wiedzieć, ile złota ma do rozporządzenia W. F. W. na wypadek ostateczny, tak jak to było dawniej, kiedy banki wiedziały na jaką ewentualną pomoc liczyć mogły ze strony Banku Angielskiego. Z braku takiej pewności, banki mogą już tylko polegać na swej rezerwie.

Czasowe porozumienie wrześniowe r. ub. Francji, Anglii i Ameryki, do którego potem przyłączyło się kilka innych państw, ułatwia współpracę w utrzymaniu stałości kursów. Już od 1935 r. Współpraca banków centralnych i W. F. W. umożliwiała utrzymanie kursów w korbach. Obecnie usunięte zostały możliwości spekulacji dewizami, a wędrownka kapitałów przestała być groźną. Nie wprowadza ono jednak jeszcze waluty międzynarodowej, chociaż przyczepiło de facto waluty te do złota, którego cena wynosi obecnie \$ 35 za uncję czystego złota. Ta cena stanowi kotwicę dla całego systemu. Technicznie współpraca kontroli została ufundowana porozumieniem z 12 X r. ub., które przewiduje warunki, na jakich kontrole będą wymieniały, swe waluty za złoto od innych kontroli. Według porozumienia tego kontrole mają ograniczony obowiązek odkupywania z dnia na dzień waluty własne od innych kontroli, nabyte przez nie w ciągu dnia, za złoto po cenie jego rynkowej z tegoż dnia. Każda kontrola interweniuje na własnym rynku po kursie, który „wygładza” większe wahania, wywołane małymi sumami i jeśli w rezultacie okaże się w końcu dnia nadwyżka jakiejś waluty kontrolowanej, to ta kontrola może żądać w zamian złoto.

Utrzymanie więc kursu jest teraz wyłącznie w rękach kontroli a przestało być dziełem banków i pośredników dewizowych, którzy też przestali ponosić ryzyko walutowe, gdyż kontrole odkupują od nich dzienne nadwyżki walut. Z tego wynikałoby, że obecnie celem kontroli jest przeszkodzić niepożądanemu wzrostowi kursu walut. Jeżeli jakaś waluta wykazuje nienormalną tendencję zwyżkową, to kontrola tej waluty neutralizuje ją, skupując waluty przeciwnie i wymieniając je na złoto. Dawniej, przy sztywnej walucie złotej, rezerwa była używana do podtrzymania kursu waluty. Obecnie interwencja ma miejsce kiedy kurs wzrasta nadmiernie. Prywatny arbitraż złotem, a więc i spekulacja walutowa przy pomocy złota, stały się utrudnione. W takich warunkach mogą się dziwnymi wydawać znamienne słowa angielskiego min. skarbu N. Chamberlaina, ogłoszone nie dalej jak 6 X uh. r. w Mansion House, że nie widzi on już żadnych przeszkód do powrotu do systemu pieniężnego, opartego na wolnej wymianie złota.

Takie orzeczenie wynikałoby z przekonania, że *W. F. W.* i kontrole kursów walut stanowią tylko zarządzenia czasowe, po zniesieniu których nastąpi powrót do dawnego systemu waluty złotej. Tego zdania trzyma się skarb angielski od samego powstania *W. F. W.* Jednakże wypadki ostatnich lat zdają się przeczyć temu. Powrót do waluty złotej jest, zdaje się, nieunikniony, gdyż waluta międzynarodowa jest koniecznością dziejową, a żadna inna na razie nie jest lepsza od złotej. Ale ta złota waluta nie będzie pewno oparta na „wolnej” wymianie złota, lecz kontrolowanej. Będzie to niezawodnie system pieniężny międzynarodowy, w którym złoto będzie igrał rolę miernika wartości i mechanizmu wyrównawczego kursów walut. Ale kursy te będą ruchome w granicach punktów złotych, odleglejszych od siebie niż dawniej i parytety walut będą podlegały przystosowaniu, pod warunkiem niestosowania świadomej deprecjacji konkurencyjnej. Jeżeli jakiś kurs będzie za wysoki, to kontrola tej waluty będzie traciła złoto i wówczas może ona żądać redukcji kursu i vice versa. Będzie to więc waluta złota manipulowana przez kontrolę: manipulowany gold-bullion standard.