

Marek A. Dąbrowski

Katedra Makroekonomii, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie,  <https://orcid.org/0000-0003-3079-1811>,  marek.dabrowski@uek.krakow.pl**Recenzja książki pt. *System z Bretton Woods i jego dziedzictwo. Od pieniądza złotego do cyfrowego* pod redakcją Ryszarda Bartkowiaka, Janusza Ostaszewskiego i Zbigniewa Polańskiego (Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2022)**

Book review *System z Bretton Woods i jego dziedzictwo. Od pieniądza złotego do cyfrowego* edited by Ryszard Bartkowiak, Janusz Ostaszewski and Zbigniew Polański (Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2022)

Na przełomie lat 2022 i 2023 nakładem Oficyny Wydawniczej SGH ukazała się książka poświęcona międzynarodowemu systemowi walutowemu, który został opracowany na konferencji w Bretton Woods w latach 40. XX w. Kiedy bierze się do ręki książkę o takiej tematyce, niemal natychmiast nasuwa się pytanie o to, dlaczego funkcjonowanie systemu walutowego, który rozpadł się pół wieku temu, miałyby absorbować uwagę ekonomistów. Z takim pytaniem zmierzyć musieli się redaktorzy naukowci – profesorowie Ryszard Bartkowiak, Janusz Ostaszewski i Zbigniew Polański. Wskazując na 50. rocznicę zawieszenia wymienialności dolara na złoto, która przypadała w połowie sierpnia 2021 r., redaktorzy podkreślili, że decyzją prezydenta Richarda Nixona oznaczała „nie tylko symboliczny koniec epoki, której pieniądz był związany z kruszcami szlachetnymi, ale także upadek systemu walutowego z Bretton Woods” (s. 13). W następstwie załamania się systemu z Bretton Woods na początku lat 70. XX w. „świat definitywnie przeszedł na system pieniądza fiducjarno-bankowego (kredytowego) [...] w którego kreacji system bankowy odgrywa kluczową rolę” (s. 13).

Lektura książki pozwala sobie uświadomić, że lista powodów, dla których warto badać powstanie, funkcjonowanie i rozpad systemu z Bretton Woods, jest z pewnością dłuższa. Warto wymienić trzy dodatkowe argumenty przemawiające za zainteresowaniem międzynarodowym systemem walutowym z Bretton Woods. Po pierwsze, upadek tego systemu miał nieoczekiwane następstwa. Choć w literaturze nie brakowało głosów opowiadających się za systemem płynnych kursów walutowych (zob. np. Friedman, 1953; Johnston, 1969), to zmienność i niestabilność kursów walutowych w latach 70. XX w. zaskoczyła ekonomistów. Przyznawali to nawet zwolennicy kursów płynnych. Milton Friedman w wywiadzie udzielonym w latach 90. XX w. sformułował dwie hipotezy tłumaczące przyczyny zwiększonej zmienności. Warto przytoczyć jego słowa (Snowdon, Vane, 2003, s. 193):

Zgodnie z pierwszą, przyczyną [...] były duże przesunięcia w układzie sił odgrywających istotną rolę na rynkach międzynarodowych, co w moim przekonaniu było z kolei na-



stępstwem ustanowienia z początkiem 1971 r. światowego systemu monetarnego, który był zupełnie nowy i nie miał żadnego odpowiednika w przeszłości. Po raz pierwszy w historii świata ani waluty o międzynarodowym znaczeniu, ani waluty o mniejszej randze nie były powiązane nawet pośrednio z jakimś towarem. Od samego początku każdy kraj poruszał się niczym żeglarz na niezbadanym morzu, obierając własny kurs. Dało się w związku z tym zaobserwować większą niż zazwyczaj różnorodność stóp inflacji w poszczególnych krajach, a co za tym idzie zwiększoną zmienność kursów walutowych. Druga hipoteza jest taka, że zwiększona zmienność kursów walutowych była korzystna. Próby utrzymania kursu na stałym poziomie w tamtych warunkach wymagałyby znaczącej ingerencji w swobodę wymiany handlowej między poszczególnymi krajami. Mimo że zmienność kursów walutowych była dużo większa, niż oczekiwałem, to jednak uważam, iż taka reakcja, choć może nieco nadmierna, była konieczna, biorąc pod uwagę to, co się wtedy działo.

Po drugie, miejsce zwolnione przez system z Bretton Woods nie zostało zajęte przez żaden inny system. Od lat 70. XX w. architektura międzynarodowego systemu walutowego kształtuje się w znacznej mierze samorzutnie, a system jest pochodną decyzji podejmowanych przez poszczególne kraje. Zdaniem niektórych badaczy świat funkcjonuje obecnie w warunkach nie-systemu (*non-system*) (Williamson, 1976) lub „nieładu walutowego” (rozdział 2 książki). Robert Skidelsky określił obecny międzynarodowy porządek walutowy mianem systemu neoklasycznego, uznając za jego główne cechy: płynne kursy walutowe, rozmontowane bariery dla przepływów kapitału, ukierunkowanie polityki pieniężnej na stabilność cen. System z Bretton Woods, nazwany przez R. Skidelsky’ego „keynesowskim”, był korzystniejszy, ponieważ pozwalał na utrzymywanie mniejszego bezrobocia przy nieznacznie wyższej stopie inflacji, niższej zmienności kursów walutowych oraz mniejszych nierównościach ekonomicznych (Skidelsky, 2010). Inni badacze (np. Dooley i in., 2004) wyrazili pogląd, że próżnia powstała po upadku systemu z Bretton Woods została zapełniona przez system podobny do swojego poprzednika, który jednak powstał w sposób zdecentralizowany. Wiodące role w systemie odgrywać miały gospodarki wschodzące Azji oraz Stany Zjednoczone. Taki system Michael Dooley, David Folkers-Landau i Peter Garber (2009) nazwali Bretton Woods II.

Po trzecie, do zainteresowania systemem walutowym z Bretton Woods skłaniać może literatura poświęcona trylematowi (*trilemma*) polityki makroekonomicznej. Zgodnie z nim nie jest możliwe prowadzenie autonomicznej polityki pieniężnej w warunkach stałego kursu walutowego i nieskrępowanych międzynarodowych przepływów kapitału. Do tradycyjnych pytań o to, z którego komponentu trylematu zrezygnować, doszły nowe dotyczące stopnia, w jakim trylemat jest wiążący. Joshua Aizenman, Menzie Chinn i Hiro Ito (2013) zaobserwowali skłonność wielu krajów do zajmowania stanowiska kompromisowego, które polega na wyborze kierowanych kursów płynnych. Z kolei Hélène Rey argumentowała, że kraje stoją nie przed trylematem, lecz przed nierozwiązywalnym dylematem (*irreconcilable duo hypothesis*), który polega na tym, że niezależna polityka pieniężna jest możliwa wtedy i tylko wtedy, kiedy rachunkiem kapitałowym zarządza się bezpośrednio lub pośrednio przez politykę makroostrożnościową (Rey, 2013; Miranda-Agrippino,

Rey, 2022). Swego rodzaju kompromisowe rozwiązanie (*2.5-lemma*) zaproponowali Xuehui Han i Shang-Jin Wei (2018), którzy nawiązując do opisanego przez Guillerma Calvo i Carmen Reinhart (2002) zjawiska strachu przed płynnym kursem walutowym (*fear of floating*), zaobserwowali, że trylemat jest wiążący, ale jedynie w przypadku występowania strachu przed aprecjacją (*fear of appreciation*) (zob. też Alba, Wang, 2021).

Zważywszy na wielość poglądów na temat trylematu polityki makroekonomicznej, trudno jest się dziwić zróżnicowaniu wyborów dokonywanych przez władze monetarne poszczególnych krajów. Ciekawym przykładem kraju, który zdecydował się w ostatnim czasie na niekonwencjonalne rozwiązanie trylematu, jest Salwador. Do niedawna używano tam w charakterze prawnego środka płatniczego wyłącznie amerykańskiego dolara. We wrześniu 2021 r. taki status uzyskała kryptowaluta bitcoin, a jednocześnie bank centralny został zobowiązany do jej natychmiastowej wymiany na dolary. Zapewne motywy wprowadzenia bitcoina wykraczają poza trylemat (np. redukcja wykluczenia finansowego, obniżenie kosztów transakcyjnych w przypadku przekazów zagranicznych), a nawet kwestie ekonomiczne (np. zabezpieczenie się przed ewentualnymi sankcjami) i nie są niekontrowersyjne. Na przykład Jeffrey Frankel uznał wprowadzenie bitcoina za „czyste szaleństwo”, ponieważ znaczna zmienność wartości kryptowaluty jest szczególnie niebezpieczna dla ludzi o niskich dochodach (Frankel, 2021). Tak radykalny krok władz Salwadoru ujawnia, że wybór wariantu polityki z menu wpisanego w trylemat, wciąż nie daje się ująć w ramy dającego się zoperacjonalizować na poziomie empirycznym problemu optymalizacyjnego.

Recenzowana książka została podzielona na trzy części zatytułowane: *Historia*, *Współczesność* i *Przyszłość*. Część historyczną poświęcono powstaniu i funkcjonowaniu systemu z Bretton Woods oraz jego strukturalnym wadom i rozpadowi. W kolejnych rozdziałach nie tylko przedstawiono kontekst historyczny ustaleń przyjętych na konferencji w Bretton Woods, ale także wyjaśniono ekonomiczne mechanizmy rządzące funkcjonowaniem międzynarodowego systemu walutowego zarówno w okresie międzywojennym, jak i powojennym. W tej części dokonano analizy najważniejszych wad międzynarodowego systemu walutowego, opisując m.in. dylematy Triffina i Młynarskiego oraz słabości powstałego w reakcji na rozpad systemu z Bretton Woods Europejskiego Systemu Walutowego.

Załamaniem się międzynarodowego systemu walutowego na początku lat 70. XX w. skłoniło władze monetarne poszczególnych krajów do poszukiwania nowej kwotnicy nominalnej, a w konsekwencji zmiany strategii polityki pieniężnej. W części drugiej książki przedstawiono ewolucję stosowanych strategii polityki pieniężnej, podkreślając znaczenie wiarygodności i przejrzystości polityki pieniężnej oraz umiejętnego łączenia dyskrecjonalności i reguł polityki. Ta część książki zawiera opracowania, w których badane są konsekwencje upadku systemu z Bretton Woods nie tylko dla polityki pieniężnej, ale także dla międzynarodowych stosunków walutowych i finansowych, krajowej polityki fiskalnej, stabilności makroekonomicznej i finansowej gospodarek krajowych i jej zagrożeń, w tym tych stwarzanych przez zwiększone międzynarodowe przepływy kapitału i występowanie kredytów denominowanych w walutach obcych i indeksowanych do tych walut.

Część trzecią poświęcono szeroko rozumianym wyzwaniom stojącym przed bankami centralnymi, które stwarza rewolucja cyfrowa (powstanie kryptowalut i zdecentralizowanych finansów) oraz coraz powszechniej akceptowana konieczność ukierunkowania polityki gospodarczej na zapobieganie zmianom klimatycznym i łagodzenie ich skutków. Czytelnik znajdzie w tej części rozdziały, w których bada się dylematy związane zastąpieniem pieniądza gotówkowego pieniądzem cyfrowym banku centralnego, zalety i wady takiego pieniądza oraz propozycje jego implementacji w sposób sprzyjający realizacji celów środowiskowych.

Z podziału książki na opisane części można wnosić to, co staje się jasne po lekturze książki, a mianowicie uwzględnienie w niej komplementarnych perspektyw. Można wyróżnić pięć perspektyw. Pierwsza z nich to perspektywa historyczna. Bez wątplenia książka będzie interesująca dla historyka gospodarczego, ponieważ przedstawiono w niej szerszy kontekst powstania, funkcjonowania i rozpadu systemu z Bretton Woods, uwzględniając doświadczenia okresu międzywojennego, procesy integracji gospodarczej i politycznej w Europie, alternatywne koncepcje architektury międzynarodowego systemu walutowego, uwarunkowania polityczne dokonywanych wyborów (zob. rozdziały 1, 2 i 4).

Druga perspektywa to perspektywa badacza międzynarodowego systemu walutowego. W książce przedstawiono nie tylko zasadnicze cechy systemu z Bretton Woods, ale poddano ten system pogłębionej analizie pod kątem jego niesprawności. Osobne rozdziały poświęcono m.in. dylematom Triffina i Młynarskiego oraz dominującej roli polityki makroekonomicznej Stanów Zjednoczonych (rozdziały 3 i 7). Ponadto badano znaczenie złota w międzynarodowym systemie walutowym i możliwość jego zastąpienia w funkcji składnika rezerw dewizowych (rozdziały 10 i 15).

Na treści zawarte w książce można również patrzeć z perspektywy polityki makroekonomicznej. Upadek systemu z Bretton Woods zmienił sposób postrzegania polityki pieniężnej, wymuszając na krajach zmianę strategii tej polityki. Ewolucję strategii polityki pieniężnej oraz dylematy w tej polityce opisano w rozdziałach 5 i 6. Z kolei rozdziały 8 i 9 poświęcono polityce ukierunkowanej na kontrolę przepływów kapitału (w tym polityce makroostrożnościowej) oraz polityce fiskalnej sprzyjającej stabilności finansów publicznych.

Opisane w książce zmieniające się koncepcje, formy i funkcje pieniądza w okresie po rozpadzie systemu z Bretton Woods w następstwie rewolucji cyfrowej będą interesujące z perspektywy osób prowadzących badania nad naturą pieniądza. Wszystkie rozdziały części trzeciej, tj. 13–16, stanowią zbiór cennych opracowań dla badaczy zajmujących się pieniądzem cyfrowym banku centralnego. Są one dodatkowo wzbogacone o wymiar zmian klimatycznych i potencjalnej roli banku centralnego w przeciwdziałaniu tym zmianom.

W książce nie zabrakło perspektywy badacza polskiej polityki gospodarczej. Do książki włączono bowiem także opracowania poświęcone problemom, które stwarza zadłużenie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w walutach obcych. Na podstawie analiz zawartych w rozdziałach 11 i 12 można wyprowadzić wnioski, że brak dobrej polityki regulacyjnej, a zwłaszcza nadzoru nad systemem finansowym, może się stać źródłem poważnych problemów gospodarczych w warunkach zmiennego kursu walutowego.

Książka składa się z kilkunastu opracowań. Uwzględnienie wskazanych wyżej perspektyw sprawia, że książka jest źródłem cennych informacji dla ekonomistów akademickich, analityków finansowych i polityków gospodarczych. Co więcej, dzięki przemyślanej konstrukcji, logicznej argumentacji oraz uporządkowanej i spójnej terminologii, książka może stanowić wartościową pozycję literatury uzupełniającej w kursach ekonomii międzynarodowej i ekonomii integracji gospodarczej adresowanych do studentów, a także w bardziej specjalistycznych kursach prowadzonych na studiach doktoranckich. Jednocześnie należy zaznaczyć, że książka została napisana nie tylko dla ekonomistów. Przystępny język sprawia, że jej lektura nie powinna sprawiać kłopotów nieekonomistom, którzy są zainteresowani tym, jak działa międzynarodowy system walutowy, jaka jest jego geneza, a także tym, jakie wyzwania stoją przed bankami centralnymi w dobie coraz powszechniejszego wykorzystania w systemie finansowym internetu i narzędzi cyfrowych.

Bibliografia

- Alba, J. D., Wang, P. (2021). Trilemma, dilemma or 2.5-lemma in the transmission of monetary policy: Evidence from a Markov-switching panel data model. *Applied Economics*, 53(42), 4917–4929.
- Aizenman, J., Chinn, M. D., Ito, H. (2013). The “impossible trinity” hypothesis in an era of global imbalances: measurement and testing. *Review of International Economics*, 21(3), 447–458.
- Calvo, G. A., Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, CXVII(2), 379–408.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D., Garber, P. (2009). Bretton Woods II still defines the international monetary system. *Pacific Economic Review*, 14(3), 297–311.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D., Garber, P. (2004). The revived Bretton Woods system. *International Journal of Finance and Economics*, 9, 307–313.
- Frankel, J. (2021). El Salvador’s adoption of bitcoin as legal tender is pure folly. *The Guardian*, September 24, 2021.
- Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. W: M. Friedman (red.), *Essays in Positive Economics* (s. 157–203). Chicago: University of Chicago Press.
- Han, X., Wei, S.-J. (2018). International transmissions of monetary shocks: Between a trilemma and a dilemma. *Journal of International Economics*, 110(2018), 205–219.
- Johnston, H. G. (1969). The case for flexible exchange rate, 1969. *Review* (Federal Reserve Bank of St. Louis), 51 (June), 12–24.
- Miranda-Agrippino, S., Rey, H., (2022). The global financial cycle. W: G. Gopinath, E. Helpman, K. Rogoff (red.), *Handbook of International Economics*, vol. 6 (s. 1–43).
- Rey, H. (2013). *Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, s. 285–333.
- Skidelsky, R. (2010). *The return of the master*. London i in.: Penguin Books.
- Snowdon, B., Vane, H. R. (2003). *Rozmowy z wybitnymi ekonomistami*, przeł. M. A. Dąbrowski, P. Kawa. Warszawa: Dom Wydawniczy Bellona.
- Williamson, J. (1976). The benefits and costs of an international monetary non-system. W: E. M. Bernstein i in., *Essays in International Finance*, no. 15 (s. 54–59).