

MAREK SZTURO, BOGDAN WŁODARCZYK

marsz@uwm.edu.pl, bogdan.wlodarczyk@uwm.edu.pl

*System walutowy oparty na złocie jako konkurencja dla systemu  
walutowego opartego na długu*

---

Gold-Based Currency System as a Competition for Debt-Based Currency System

**Słowa kluczowe:** złoto; waluty; system monetarny

**Keywords:** gold; currency; monetary system

**Kod JEL:** E42; E44; F45

## **Wstęp**

Złoto, jako jeden z najcenniejszych – obok srebra i platyny – metali szlachetnych, odegrało kluczową rolę w rozwoju systemów monetarnych świata. Dziś, poza funkcją aktywa rezerwowego banków centralnych, stanowi również formę inwestycji atrakcyjną dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych [Moskał, Zawadzka, 2014]. Historia złota sięga czasów antycznych, a jego znaczenie stopniowo ewoluowało. Już w czasach starożytnych złoto stanowiło symbol bogactwa oraz władzy, niedostępnych dla zwykłych obywateli. Czy system walutowy oparty na złocie stanowi konkurencję dla systemu walutowego opartego na długu? Celem artykułu jest przedstawienie rozważań nad nowym systemem walutowym opartym na złocie w kontekście procesów zachodzących w systemie finansowym.

## 1. Znaczenie złota w systemach monetarnych i walutowych

Pierwszym krajem, który zdecydował się na powiązanie krajowej waluty ze złotem, była Wielka Brytania. Decyzja ta była spontaniczna i – jak się okazało – trafna. Wymienialność waluty na złoto wprowadzono m.in. po to, by przeciwdziałać inflacji. Dodatkowo w tym okresie (XIX w.) w gospodarce odnotowano niespodziewane i szybkie zwiększenie wymiany handlowej i inwestycji, a także wzrost gromadzenia kapitału [Forbes, Ames, 2015, s. 202].

System waluty złotej nieustannie ewoluował z powodu sukcesywnego ograniczania możliwości wymiany banknotu na złoto. „Złoty standard” rozwijał się do momentu wybuchu I wojny światowej. Po tym wydarzeniu działał w niewielu krajach [Zadora, Zieliński, 2012, s. 29–49].

Narastające skutki I wojny światowej w postaci wysokiej inflacji spowodowały całkowity chaos i klęskę dotychczasowego systemu walutowego. Stabilizacji gospodarczej nie sprzyjał także wielki kryzys w latach 1929–1933. Mimo wszelkich przeciwności podjęto działania w celu odbudowy bezpieczeństwa finansowego na świecie. Systematyczne wdrażanie zaleceń sformułowanych na konferencji w Genewie pozwoliło na przywrócenie funkcjonowania złotego standardu w nieco odmienionej formie. Utworzone zostały dwa nowe systemy, mianowicie system sztabowo-złoty oraz system dewizowo-złoty. Pierwszy z nich zakładał możliwość wymiany banknotów, jak sama nazwa mówi, wyłącznie na sztaby złota, które ważyły od 4 do 10 kg – skutkowało to tym, że niewielkie jednostki nie mogły dokonywać wymiany. Drugi system przewidywał natomiast zamianę krajowego środka płatniczego na pieniądź międzynarodowy, który z kolei można było wymienić na złoto. Celem obu tych koncepcji było odtworzenie strategii systemu waluty złotej, nie powodując jednocześnie utraty rezerw złota przez poszczególne państwa [Bilski, 2006, s. 97–131, 108–109, 231–265].

Wybuch II wojny światowej również nie wpłynął korzystnie na system walutowy. Lata 40. XX w. to okres limitacji dewizowej, który przyniósł nowe doświadczenia. Wymiana walut była możliwa jedynie dzięki zezwoleniom, a dokonać jej można było wyłącznie zgodnie z oficjalnymi kursami. Dodatkowym problemem był fakt, iż strony biorące udział w wojnie niejednokrotnie bazowały na własnych kursach, które nie były w żaden sposób powiązane z tymi, jakie były stosowane przez pozostałych uczestników konfliktu. Również tzw. czarny rynek walutowy nie sprzyjał ówczesnej sytuacji gospodarczej. Latem 1944 r. w miejscowości Bretton Woods miało miejsce spotkanie, na którym zostały określone podstawowe zasady, w oparciu o które miał funkcjonować nowy system walutowy. Nadrzędnym celem opracowanego planu było zapewnienie równowagi i uniwersalności walut. Miało to prowadzić do zapobieżenia wysokiej inflacji, która miała miejsce w okresie międzywojennym, oraz uniknięcia niekorzystnych konsekwencji dla światowej wymiany wynikających z ograniczeń monetarnych znamienych dla lat 30. XX w. [Morawski, 2008, s. 57–62].

Opisany system działał poprawnie i realizował ustanowione założenia do końca lat 60. ubiegłego wieku. Początkowo zagwarantował światu odpowiedni stopień

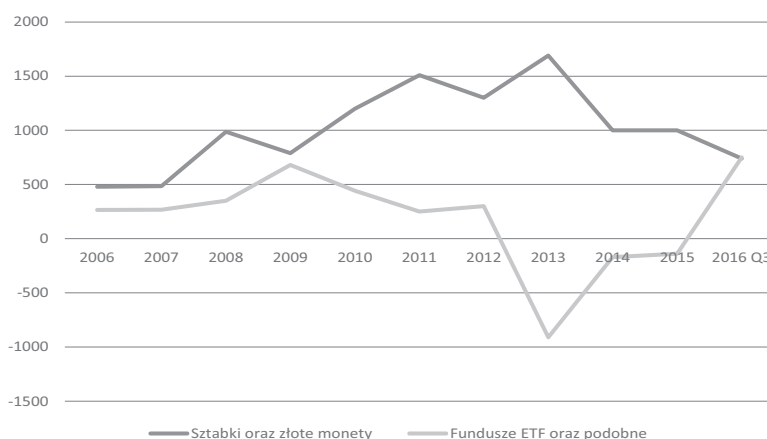
płynności finansowej, przyczynił się także do poprawy wzrostu gospodarczego dzięki nasileniu się zagranicznej sprzedaży, w szczególności z Europy i Japonii do USA. Towarzyszyło temu jednocześnie stałe podwyższenie kursu USD oraz narastający deficyt bilansu płatniczego w Stanach Zjednoczonych. Deficyt ten nieustannie wzrastał; co gorsza, pogłębiał się na skutek odpływu kapitałów z USA do krajów europejskich. Zjawisko to przyczyniło się do znacznego powiększenia się rezerw japońskich i europejskich, co z czasem okazało się być powodem nadpłynności międzynarodowej. Głównym problemem tego systemu była tzw. wada strukturalna, której istotą było pełnienie przez amerykańskiego dolara dwóch ról jednocześnie, mianowicie jednostki monetarnej Stanów Zjednoczonych przy równoczesnym pełnieniu funkcji pieniądza międzynarodowego. Inaczej mówiąc, to, co stało się przyczyną tak bardzo oczekiwanej płynności, było także głównym powodem pogłębiającego się spadku zaufania do waluty amerykańskiej. Stany Zjednoczone były zmuszone do utrzymywania deficytu bilansu płatniczego w celu dostarczenia reszcie świata płynności finansowej. Narastająca rozbieżność pomiędzy nieustającym wzrostem rezerw dolara na świecie, będących zarazem deklaracją do przyznania złota na żądanie, a zmniejszającą się rezerwą kruszcu, jaką dysponowały Stany Zjednoczone, była coraz bardziej wyraźna [Lutkowski, 2007, s. 108–127].

Pierwsze symptomy upadku powojennego systemu miały miejsce w sierpniu 1971 r., gdy Stany Zjednoczone wstrzymały możliwość wymiany USD na złoto. Cztery miesiące później, tego samego roku, w porozumieniu waszyngtońskim kilka krajów zdecydowało się określić nowy kurs dla swoich walut, niektóre jednak pozostały wierne walucie amerykańskiej. Definitywny upadek systemu Bretton Woods nastąpił w 1973 r., kiedy dolar dewalutował i zdecydowano się zastąpić kurs sztywny płynnym. Wdrożenie nowych norm działania Międzynarodowego Funduszu Walutowego w 1978 r. ostatecznie zakończyło funkcjonowanie ówczesnego systemu walutowego.

## 2. Uwarunkowania kształtujące cenę złota

Inwestycje w złoto przybierają obecnie formy zarówno fizyczne, jak i niematerialne. Rynkiem złota fizycznego i niematerialnego w formie praw do posiadania złota kierują te same mechanizmy. Różnicuje je natomiast struktura uczestników. Na rynku złota fizycznego występują głównie firmy wydobywające złoto, banki centralne, przedsiębiorstwa jubilerskie, firmy przetwarzające złoto oraz skupcy złomu. Z kolei rynek niematerialny, nazywany także roszczeniowym, jest tworzony przez inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, nabywających prawa do posiadania tego surowca [O'Callaghan, 1991].

Światowy popyt inwestycyjny na złoto w formie sztabek oraz monet przewyższa popyt na udziały w funduszach inwestycyjnych (ETF) opartych na złocie. Popyt ten wzrósł w większym stopniu w konsekwencji światowego kryzysu finansowego, co może świadczyć o poszukiwaniu przez inwestorów alternatywnych form inwestycji.

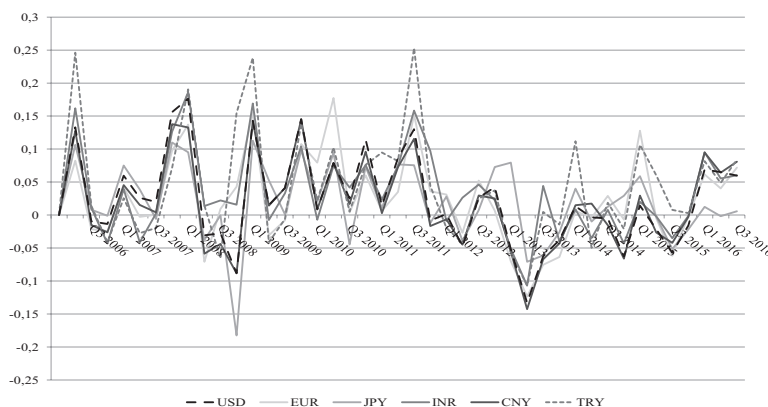


Rys. 1. Światowy popyt inwestycyjny na złoto (w tonach) w latach 2008–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Cena złota kształtuje się w oparciu o względnie nieelastyczną podaż oraz popyt, odzwierciedlającą zmienną sytuację światowej gospodarki [Kasprzak-Czelej, 2015]. Czynniki oddziałujące na popyt i podaż złota zmieniają się w zależności od długości rozpatrywanego okresu. Na cenę złota w krótkim okresie oddziałuje siła nabywca dolara amerykańskiego, poziom stóp procentowych, sektor publiczny, wydarzenia polityczne, informacje płynące z mediów [Mamcarz, 2015a]. W długim okresie są to: globalny wzrost ludności, popyt inwestycyjny, wielkość wydobycia złota oraz cykl surowców. Wskazuje się, że czynniki krótkookresowe determinują moment wejścia bądź wyjścia z inwestycji w złoto, natomiast czynniki długookresowe są istotne dla strategicznych, długoterminowych inwestycji [Mamcarz, 2015b]. Ponadto można wskazać na główne czynniki determinujące popyt na złoto, do których należą: fizyczne zapotrzebowanie przemysłu, gra spekulacyjna, element interwencji państw oraz wykorzystanie złota jako tzw. bezpiecznej przystani w inwestycjach portfelowych.

Ceny złota wykazują dużą podatność na zmiany globalnej sytuacji gospodarczej. Jakikolwiek wahania wcześniej wymienionych czynników mają wpływ na ceny tego surowca zarówno w krótkim, jak i długim okresie. Ceny złota, wyrażone w kluczowych ze względu na specyfikę tego rynku walutach, wykazują zbieżne kierunki wahań. Zarówno wzrosty, jak i spadki cen w różnych walutach pokrywają się, choć można zaobserwować pewne wyjątki. Największy spadek cen nastąpił w 2008 r. W reakcji na zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych kryzys gospodarczy ceny złota najbardziej spadły w dolarach amerykańskich. Następnie sytuacja się ustabilizowała i dynamika cen złota przyjmowała wartości dodatnie aż do końca 2012 r. W 2013 r. nastąpił kolejny gwałtowny spadek cen tego surowca. Zakres dynamiki cen złota nie powrócił już do poziomu osiągniętego przed tym rokiem.



Rys. 2. Dynamika cen złota w różnych walutach (w walucie na uncję) w latach 2006–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

### 3. Przemiany systemu monetarnego w kontekście wzrostu znaczenia złota

Pod koniec drugiej dekady XXI w. istnieją dwa podstawowe problemy w światowym systemie finansowym, które powinny zostać rozwiązane. Pierwszym z nich jest pełzający upadek zaufania do dolara jako światowej waluty rezerwowej, a drugi to niekontrolowany wzrost zadłużenia w bilansach banków centralnych. Problemy te są tak znaczące, że banki centralne na całym świecie od wybuchu globalnego kryzysu zadłużeniowego w 2007 r. podjęły próbę „kupna czasu”, który nieustannie odwleka dokonanie potrzebnych zmian w systemie finansowym [Włodarczyk, 2014, s. 179–188]. Istnieją obawy, że takie postępowanie może spowodować w przyszłości konieczność zastosowania bardzo radykalnych działań w celu zwalczania znacznie głębszego kryzysu niż ten z 2007 r. [Middelkoop, 2014, s. 166–167].

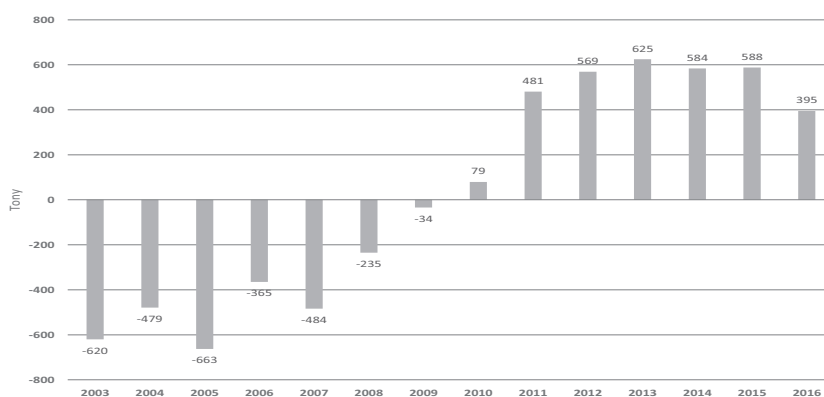
Trudno jest jednoznacznie stwierdzić, w jakim kierunku zmierzają działania poszczególnych państw. Możliwe jest jednak wysunięcie kilku prognoz dotyczących kształtu przyszłego systemu monetarnego.

Pierwszą alternatywą jest wdrożenie nowej światowej waluty rezerwowej, którą mogłyby zostać SDR-y. Utrata zaufania do dolara doprowadziłaby do masowych trudności związanych z płatnościami za główne towary światowe, w tym ropę i gaz. W takiej sytuacji działania podjąłby Międzynarodowy Fundusz Walutowy, dążąc do uzupełniania luki po dolarze nowymi SDR-ami. Co prawda, w takiej sytuacji SDR-y nie różniłyby się niczym od współczesnych walut papierowych, które można dewaluować w dowolnej chwili, co w przypadku poważnego kryzysu zaufania stanowiłoby raczej rozwiązanie nietrwałe. Wdrożenie SDR-ów dodatkowo znacznie osłabiłoby dolara. W sytuacji zmiany systemu monetarnego Stany Zjednoczone zostałyby zmuszone do wprowadzenia istotnych reform strukturalnych, ponieważ zmiana systemu monetarnego miałaby charakter inflacyjny.

Drugą możliwością byłoby przywrócenie systemu waluty złotej, lecz na nieco innych zasadach, niż miało to miejsce w przeszłości. Wynika to z faktu, że wartość złota jest odwrotnie skorelowana z siłą nabywczą dolara. System ten musi być zaakceptowany przez największe gospodarki świata (Stany Zjednoczone, Chiny, Japonię, strefę euro i Wielką Brytanię). Istotnym elementem powołania tego systemu byłoby utworzenie nowej międzynarodowej jednostki pieniężnej. Doskonałym rozwiązaniem byłoby wykorzystanie już istniejących SDR-ów, które mogłyby zostać asekurowane złotem. Mogłyby one wówczas być wymienne na kruszec bądź na waluty uczestników systemu. Konieczne byłoby ustalenie niezmiennego kursu dowolnej waluty lokalnej w stosunku do SDR-ów oraz w stosunku do złota. Najistotniejszym warunkiem byłoby określenie wartości SDR-ów odzwierciedlonej w ilości kruszcu, a także ustalenie wysokości rezerwy częściowej złota, gdyż jest ona konieczna, aby nowy system mógł poprawnie funkcjonować. Poprzednie systemy, które były oparte na złocie, spełniały swoje zadanie, jeżeli kruszec pokrywał podaż pieniądza w wysokości 20–40%. Jednak, zważając na prawdopodobieństwo niskiego poziomu zaufania wobec nowej waluty, prawdopodobnie konieczne byłoby ustalenie wyższych proporcji. Niezbędnym elementem takiego systemu byłaby skokowa rewaluacja cen złota. Przy obecnym poziomie cen złota jego dostępna ilość nie wystarczyłaby do tego, aby stanowić podwalinę nowego systemu monetarnego.

Należy podkreślić fakt, iż SDR-y oparte na złocie oraz papierowe SDR-y, które były przedstawiane jako pierwszy scenariusz nowego systemu, nie są tożsame. Jednak wpływ na amerykańską gospodarkę i walutę byłby taki sam. Przejście na system waluty złotej dla Stanów Zjednoczonych także miałoby charakter inflacyjny i pochłonęłyby większość oszczędności [Rickards, 2015, s. 204, 262–263].

W nowych realiach systemowych kluczowe znaczenie dla pozycji ekonomicznej danego kraju będzie miał poziom jego rezerw złota. W tym kontekście interesująca staje się analiza zmian poziomu zakupów złota przez banki centralne.



Rys. 3. Wielkość zakupów netto złota przez banki centralne (w tonach) w latach 2003–2016

Źródło: GFMS, Thomson Reuters: World Gold Council.

W 2001 r., wraz z rozpoczęciem polityki zwiększania podaży pieniądza zainicjowanej przez FED, złoto zaczęło powoli być dostrzegane jako alternatywa inwestycyjna. W efekcie wzrostu zainteresowania i deficytu kruszcu na rynku, cena złota zaczęła powoli wzrastać. Wiele krajów rozpoczęło skupowanie złota z rynku celem dywersyfikacji rezerw. Dla odmiany cały świat zachodni wyprzedawał lub leasingował swoje złoto, ostentacyjnie twierdząc, że złoto jest „reliktem przeszłości”.

W skali globalnej przełom przyniósł rok 2010, ponieważ po raz pierwszy od 30 lat banki centralne kupiły wówczas łącznie więcej złota, niż go sprzedały. Banki centralne, stanowiące potężną siłę, stały się zatem kupcami netto. Złoto na fali skoordynowanego obniżania wartości walut zaczęło ponownie wracać do systemu, chylącego się ku upadkowi pod ciężarem długu.

Władze monetarne, w celu przeciwdziałania niekontrolowanemu upadkowi którejkolwiek z głównych walut, zwiększają podaż pieniądza w kontrolowany sposób. Dzięki temu próbuje się osiągnąć dwa cele:

- tworzy się sztuczny popyt na dług państwowy, którego nikt nie chce finansować, w efekcie czego zbankrutowane rządy mogą dalej się zadłużać,
- próbuje się wywołać wzrost inflacji, aby zredukować realną wartość długu.

Rozwiązaniem, przedstawionym po upadku zaufania do głównych walut, nie może być kolejna waluta niemająca oparcia w dobrach materialnych. Waluty powiązane ze złotem funkcjonowały przez długie okresy. Banki centralne, ponownie zwiększając rezerwy złota, powoli przygotowują się na nowy system.

Obecnie (2015 r.) zapasy złota w rękach 40 największych gospodarek wynoszą zaledwie 23 tys. ton. Można zakładać, że banki centralne na całym świecie posiadają łącznie około 40 tys. ton. Przy obecnej cenie złota odpowiada to kwocie 1,6 bln USD. Dla porównania łączny bilans czterech największych banków centralnych wynosi obecnie 11 bln USD. To pokazuje skalę dysproporcji pomiędzy zasobami złota w rękach banków centralnych a ich bilansami. Nawet jeżeli dojdzie do drastycznego obniżenia bilansów banków centralnych i idących za tym odpisów zadłużenia, to wartość złota, jaką posiadają, jest ciągle zbyt mała, aby można było oprzeć nową walutę na kruszcu.

Jedynym rozwiązaniem jest masowa i zsynchronizowana dewaluacja nowych walut względem złota. Jeżeli złoto ma wrócić ponownie do systemu monetarnego, a wiele na to wskazuje, to jego cena będzie musiała być dostosowana do jego rzeczywistej wartości. Najważniejszy jest bowiem fakt, że złoto jest jednym z nielicznych „aktywów” niebędących długiem, co w sytuacji globalnej bańki na rynku długu jest i będzie ogromnym atutem.

## Podsumowanie

Zrozumienie najważniejszej cechy złota („aktywo” nie będące długiem) jest szczególnie istotne w sytuacji, gdy scenariusze kryzysowe mogą szybko rozegrać się w skali globalnej. Jeszcze nigdy w historii nie istniało takie nagromadzenie długu. Co więcej,



tempo, w jakim on przyrasta, wskazuje, że rośnie prawdopodobieństwo globalnego resetu walutowego. O ile w przypadku rozpadu walut lokalnych schronienie oferowały zazwyczaj globalne waluty (USD, EUR czy CHF), o tyle obecnie możliwa nagła dewaluacja może dotknąć niemal każdą walutę. Wydaje się zatem, że złoto jako konkurencja dla walut ma znaczenie wówczas, gdy globalny system finansowy osiągnie stopień nasycenia długiem uniemożliwiający osiągnięcie konsensusu w zakresie wyodrębnienia nowej dominującej waluty. Nowy system walutowy, oparty na złocie, będzie jednak oznaczał przyspieszenie mechanizmu regulacyjnego w odniesieniu do realnej wartości dotychczasowych walut. Jednym z aspektów jest w tym wypadku wielkość zgromadzonych rezerw złota, od których będzie zależała realna pozycja danego kraju w możliwym nowym systemie waluty opartej o złoto.

## Bibliografia

- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy. Kierunki ewolucji*, PWE, Warszawa 2006.
- Forbes S., Ames E., *Pieniądz. Dlaczego niszczenie dolara zagraża światowej gospodarce i jak można temu zapobiec*, MT Biznes Ltd., Warszawa 2015.
- Kasprzak-Czelej A., *Inwestycje w złoto jako zabezpieczenie przed inflacją w Polsce*, „Annales UMCS. Sectio H” 2015, nr 4, DOI: <http://dx.doi.org/10.17951/h.2015.49.4.205>.
- Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, PWN, Warszawa 2007.
- Mamcarz K., *Determinants of Gold Price in the Short Term*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015a, nr 74.
- Mamcarz K., *Long-term determinants of the price of gold*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2015b, nr 252.
- Middelkoop W., *The Big Reset. Gold Wars and the Financial Endgame*, AUP, Amsterdam 2014.
- Morawski W., *Historia finansów współczesnego świata od 1900 roku*, Difin, Warszawa 2008.
- Moskal A., Zawadzka D., *Investment in gold as an example of alternative investment – in the context of capital market in Poland*, “Economics and Management” 2014, No. 3.
- O’Callaghan G., *The structure and operation of the world gold market*, International Monetary Fund 1991.
- Rickards J., *Śmierć pieniądza. Nadchodzący upadek międzynarodowego systemu walutowego*, Helion, Gliwice 2015.
- Włodarczyk B., *Komu służy system finansowy? Refleksja po światowym kryzysie gospodarczym*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” 2014, nr 140.
- World Gold Council, *Download the gold price in a range of currencies since December 1978*, [www.gold.org/research/download-the-gold-price-since-1978](http://www.gold.org/research/download-the-gold-price-since-1978) [dostęp: 09.12.2017].
- Zadora H., Zieliński T., *Pieniądz współczesny a kryzysy finansowe*, Difin, Warszawa 2012.

## Gold-Based Currency System as a Competition for Debt-Based Currency System

In ancient times, gold was already a symbol of wealth and power inaccessible to ordinary citizens. Should gold regain its position in the financial system and compete for the current currencies? The purpose of this article is to present the importance of a new gold-based currency system in the context of processes taking place in the financial system. It seems that new gold-based currency system as a competition for debt-based currency system is important when the global financial system reaches the level of debt, making it impossible to reach a consensus on the emergence of a new dominant currency. New gold-based currency system will, however, start regulatory mechanism of the real value of the existing currencies.



### **System walutowy oparty na złocie jako konkurencja dla sytemu walutowego opartego na długu**

Już w czasach starożytnych złoto stanowiło symbol bogactwa i władzy, niedostępnych dla zwykłych obywateli. Czy złoto powinno odzyskać swoją pozycję w systemie finansowym i stanowić konkurencję dla obecnych walut? Celem artykułu jest przedstawienie rozważań nad nowym systemem walutowym, opartym na złocie, w kontekście procesów zachodzących w systemie finansowym. Wydaje się, że nowy system walutowy oparty na złocie jako konkurencja dla systemu walutowego opartego na długu ma znaczenie wówczas, gdy globalny system finansowy osiągnie stopień nasycenia dłużem uniemożliwiający osiągnięcie konsensusu w zakresie wyodrębnienia nowej dominującej waluty. Nowy globalny system walutowy oparty na złocie będzie jednak oznaczał przyspieszenie mechanizmu regulacyjnego w odniesieniu do realnej wartości dotychczasowych walut.