

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

Katarzyna Twarowska-Mól¹

„Spójrz w przeszłość, z jej zmieniającymi się imperiami, które powstawały i upadały, a możesz przewidzieć także przyszłość”.

Marek Aureliusz

Upływa pół wieku od największej reformy finansów, jaka nastąpiła po drugiej wojnie światowej. Zmiany w międzynarodowym systemie walutowym, które dokonały się w latach 70. XX w., miały charakter kluczowy dla funkcjonowania światowych finansów, rozwoju rynku finansowego, a także dla samej istoty pieniądza. Od czasu swego powstania pieniądz w świecie zachodnim miał charakter towarowy i był zabezpieczony, przynajmniej częściowo, złotem lub innymi kruszcami. Dominowały reżimy kursów stałych, co wiązało się z brakiem ryzyka zmiany kursów walutowych, a także wpływało na sposób prowadzenia polityki gospodarczej. Decyzja prezydenta USA Richarda Nixona z 1971 r. o zawieszeniu wymienialności dolara amerykańskiego na złoto oznaczała nie tylko upadek systemu walutowego z Bretton Woods, funkcjonującego od zakończenia drugiej wojny światowej, lecz także koniec epoki, w której pieniądz był powiązany z kruszcami. Po upadku systemu z Bretton Woods pojawiło się ryzyko zmiany kursów walutowych, rozwinął się rynek walutowy i pochodne instrumenty finansowe, zmienił się sposób realizacji i cele polityki pieniężnej, a także wprowadzono liberalizację przepływów kapitału.

„Okrągła” rocznica upadku systemu walutowego z Bretton Woods stała się inspiracją do przygotowania monografii pod redakcją naukową dr. hab. Ryszarda Bartkowiaka, prof. SGH, prof. dr. hab. Janusza Ostaszewskiego i prof. dr. hab. Zbigniewa Polańskiego, która została zatytułowana *System z Bretton Woods i jego dziedzictwo. Od pieniądza złotego do cyfrowego*. Recenzowana książka jest rezultatem dwu-

¹ Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Wydział Ekonomiczny, Instytut Ekonomii i Finansów, Katedra Gospodarki Światowej i Integracji Europejskiej; e-mail: k.twarowska@umcs.pl. Autorka książki pt. *Międzynarodowy system walutowy. Od złota do waluty cyfrowej*, Warszawa 2021, CeDeWu.

częściowej konferencji (listopad 2021 r. i maj 2022 r.) oraz trwającego ponad rok projektu badawczego. W opracowaniu kompleksowo omówiono powstanie, ewolucję i przeszłość światowego ładu monetarnego, zgodnie z mottem niniejszego tekstu, wskazującym, że aby dobrze rozumieć otaczającą nas rzeczywistość i snuć domysły o przyszłości, najpierw należy poznać historię.

Zasadnicza część książki składa się z przedmowy przygotowanej przez Redaktorów, szesnastu rozdziałów, a także *Postscriptum*, w którym zawarto wywiad ze Zbigniewem Polańskim dotyczący tematyki monografii. Zawiera też podsumowanie i wnioski z konferencji, czemu są poświęcone dwa teksty, jak również przegląd głównych wydarzeń związanych z historią systemu z Bretton Woods, przygotowany w formie tabelarycznej. Ponadto w książce zamieszczono wykaz stosowanych skrótów, noty biograficzne, spisy rysunków i tabel oraz podsumowanie w języku angielskim. Monografia jest obszernym opracowaniem, liczącym 492 strony, co uzasadnione jest wagą i złożonością analizowanego tematu.

W przedmowie Redaktorzy przedstawili motywację do przygotowania monografii. Była nią przypadająca w sierpniu 2021 r. pięćdziesiąta rocznica zawieszenia wymienialności dolara na złoto. Podkreślili przy tym wagę decyzji Nixona, która *de facto* oznaczała odejście od pieniądza towarowego i początek epoki pieniądza fiducjarnego. Pokrótkie przedstawili również rolę złota w międzynarodowym systemie walutowym w epoce pieniądza towarowego. Jak piszą Redaktorzy, trudno nie zgodzić się z opinią, że „współczesny świat w wymiarze ekonomiczno-polityczno-społecznym rozpoczął się właśnie wraz z upadkiem systemu dolarowo-złotego z Bretton Woods” (s. 15). Również w mojej opinii jest to bardzo trafne spostrzeżenie, które uzasadnia taką konstrukcję monografii, jaką przyjęli Redaktorzy, a mianowicie jej podział na trzy części: *Historia*, *Współczesność* i *Przyszłość*.

Eseje zebrane w recenzowanej książce poświęcono wybranym aspektom funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego na różnych etapach rozwoju gospodarki światowej od zakończenia drugiej wojny światowej, choć z pewnymi odniesieniami do wcześniejszych okresów. Pierwszą część książki, składającą się z czterech opracowań, otwiera rozdział pt. *Zasady funkcjonowania systemu z Bretton Woods a polityki walutowe państw Europy Zachodniej w latach 1946–1958*. Autorka (Cecylia Leszczyńska) przedstawia w nim tło historyczne tworzenia systemu z Bretton Woods, okoliczności wypracowania jego zasad, a także szczegółową analizę i ocenę jego funkcjonowania, uwypuklając najważniejsze problemy, takie jak niewystarczająca płynność międzynarodowa, „głód dolarowy”, niewymienialność wielu walut, głębokie dewaluacje czy nierównowaga bilansów płatniczych. W opracowaniu Autorka przytacza opinie wielu znamienitych ekonomistów na temat systemu z Bretton Woods (m.in. Bordo, Capie, McKinnon, Feldstein); prezentuje również swoje stanowisko w tej kwestii (s. 49). Cennym wkładem tego opracowania jest porównanie założeń systemu z jego rzeczywistym funkcjonowaniem (s. 50) oraz jego krytyczna i konstruktywna ocena. W zakończeniu Autorka stawia frapujące pytanie, czy system z Bretton Woods przyczynił się do sukcesu krajów europejskich w latach 50. i 60. XX w. (s. 51). Jej zdaniem w badanym okresie 1946–1958 najważniejsze źródła tego sukcesu leżały poza systemem z Bretton Woods, a rola MFW była relatywnie bierna. Dużo większe znaczenie miały czynniki natury strukturalnej, następnie Plan Marshalla i Europejska Unia Płatnicza.

W rozdziale 2. pt. *Funkcjonowanie mechanizmu walutowego z Bretton Woods w wybranych państwach europejskich* Autor (Henryk Bąk) szczegółowo przedstawia i porównuje plany Keynesa oraz White'a, analizuje reguły systemu dolarowo-złotego, a następnie ocenia jego funkcjonowanie, w szczególności w największych gospodarkach europejskich (w Wielkiej Brytanii, Francji i RFN). Dochodzi do ważnego wniosku, że po drugiej wojnie światowej nastąpiło zbyt wczesne usztywnienie kursów walut krajów Europy Zachodniej (s. 63). Ponadto Autor omawia problem wymienialności walut po wojnie, przedsta-

wia działanie Europejskiej Unii Płatniczej oraz ocenia funkcjonowanie najważniejszych gospodarek europejskich po wprowadzeniu wymienialności walut (Francji, Wielkiej Brytanii, RFN). Dzięki przeprowadzonym analizom wskazuje główne wady systemu walutowego z Bretton Woods. Zdaniem Autora są to: (1) uprzywilejowana pozycja dolara amerykańskiego, który był jedyną walutą wymienialną na złoto, co wywoływało „głód dolarowy”, (2) asymetryczność systemu – USA mogły pokrywać deficyt płatniczy dzięki kreowaniu dolarów bez konieczności spłaty zobowiązań, (3) asymetryczny proces dostosowawczy – brak zobowiązań do wprowadzania dostosowań w krajach nadwyżkowych, (4) ułomne powiązanie systemu ze złotem i spadające pokrycie dolarów rezerwami złota USA, co prowadziło do kryzysu dolara oraz (5) niewystarczająca podaż złota w warunkach dynamicznego rozwoju gospodarek zachodnich. W zakończeniu Autor dochodzi do wniosku, że główną wadą systemu było oparcie go na dolarze amerykańskim i ułomne powiązanie z kruszcem (s. 84), co wywoływało dalsze negatywne konsekwencje dla jego funkcjonowania. Stwierdza ponadto, że lepszym rozwiązaniem, w szczególności z punktu widzenia zachowania równowagi w obrotach międzynarodowych, byłoby oparcie systemu na fiducjarnym pieniądzu międzynarodowym, co proponował Keynes (s. 84–85).

Rozdział 3. ma charakter rozważań teoretycznych i zawarto w nim porównanie dwóch koncepcji: dylematu Triffina i paradoksu Młynarskiego. Zgodnie z dylematem Triffina, kiedy waluta krajowa pełni również funkcje waluty międzynarodowej, powstaje konflikt między jej wiarygodnością, której podstawą jest wymienialność na złoto, a potrzebami płynności międzynarodowej. Jeśli podaż waluty jest na tyle duża, że zapewnia wystarczającą płynność międzynarodową, pojawia się presja inflacyjna i problem z deficytem płatniczym kraju emitenta, jak również zagrożenie dla wymienialności waluty na złoto, co podważa zaufanie do tej waluty. Z kolei zbyt mała podaż waluty, zapewniająca równowagę w gospodarce kraju emitenta, wiąże się z niewystarczającą płynnością międzynarodową. Młynarski ukazał natomiast paradoksalność systemu dewizowo-złotego. System, który mógł powodować globalną inflację, przyniósł deflację. Stało się tak dlatego, że w rezultacie pożyczek dolarowych z USA państwa, które stosowały system dewizowo-złoty, do pokrycia krajowej emisji walut używały walut zagranicznych zamiast złota. Ograniczając import z Europy, USA zmniejszały bowiem płynność międzynarodową. Autorka (Małgorzata Korczyk) nieco intrygująco zatytułowała rozdział *Młynarski vs Triffin: jeden czy dwa dylematy?*. Celem jej rozważań było znalezienie odpowiedzi, czy te dylematy mówią o tym samym. Szukając rozwiązania, Autorka szczegółowo analizuje poglądy Triffina dotyczące systemu walutowego i jego pomysły na reformę systemu dolarowo-złotego z Bretton Woods. Przedstawia także paradoks Młynarskiego dotyczący systemu dewizowo-złotego (*gold-exchange standard*, GES) oraz propozycje reformy tego systemu. Cennym wkładem teoretycznym w badanie systemów walutowych jest porównanie poglądów Młynarskiego i Triffina na GES. Autorka zauważa pewne podobieństwa między dylematem Triffina i paradoksem Młynarskiego, jak obawa o wymienialność dolara na złoto w wyniku zwiększenia podaży dolara w stosunku do ilości kruszcu, choć miało to nieco inne powody (s. 108–109). Triffin uważał, że wymienialności dolara zagrażało ciągle zwiększanie deficytu bilansu płatniczego przez Stany Zjednoczone, natomiast Młynarski obawiał się lokowania rezerw walutowych banków centralnych działających w ramach GES na oprocentowanych kontach w zagranicznych bankach komercyjnych, co przynosiło procent zaliczany do rezerw i powiększało ilość praw do złota w przyszłości. Ostatecznie Autorka dochodzi do wniosku, że koncepcje Triffina i Młynarskiego nie są tożsame (s. 111–112). Koncepcja Młynarskiego, który ukazywał, że pozornie inflacyjny system walutowy (GES) spowodował deflację (ze względu na ograniczenie płynności krajów GES za sprawą protekcyjnych praktyk USA), nie jest dylematem, gdyż nie chodzi w nim o wybór. Ma ona charakter paradoksu, czyli – jak za-

uważa Autorka – czegoś niezgodnego z mniemaniem, ale bardzo użytecznego w nauce, gdyż wraz z jego rozwiązaniem odkrywa się prawdy dotąd ukryte. Z kolei w przypadku koncepcji Triffina (wybór między płynnością międzynarodową a równowagą płatniczą USA i wiarygodnością dolara) mamy do czynienia z dylematem.

Autor rozdziału 4. (Adam Koronowski) zatytułował go *Strefa euro jako dziedzictwo i zwięźczenie chybionych koncepcji z Bretton Woods*. Przedstawia w nim tezę, że „ERM dzielił z nieistniejącym już systemem z Bretton Woods wszystkie wady sztywnych kursów walutowych, a euro nadało temu zjawisku nowy wymiar poprzez wyeliminowanie wszelkiej możliwości rozładowywania narastających napięć i stanu nierównowagi za pomocą zmiany kursu” (s. 117). Formułuje też kolejną ciekawą tezę dotyczącą wymienialności walut o kursach sztywnych, tłumacząc, że system kursów sztywnych nie wymaga wymienialności na złoto. Jako przykład podaje system z Bretton Woods, argumentując, że gdyby nie inne jego wady, mógłby funkcjonować bez wymienialności dolara na złoto, tak jak ECU czy marka niemiecka w mechanizmie ERM (s. 122). Przedstawiona w rozdziale analiza systemu z Bretton Woods stanowi punkt odniesienia do oceny współczesnej integracji walutowej w Europie. Ocena ta może być jednak postrzegana jako dość jednostronna. Nie kwestionując wad konstrukcyjnych strefy euro, warto byłoby wspomnieć o korzyściach z integracji walutowej, jeśli oczywiście są spełnione warunki realnej konwergencji, o których mówi teoria optymalnych obszarów walutowych. Autor pisze, że żadna ze swobód rynkowych (przepływy towarów, usług, kapitału, osób) nie wymagała wspólnej waluty. Należy jednak zauważyć, że jeśli spełnione są zasygnalizowane warunki realnej konwergencji, wspólna waluta może doprowadzić do zwiększenia korzyści m.in. z tytułu handlu międzynarodowego, napływu inwestycji zagranicznych czy integracji rynków finansowych. Obok pozytywów występują również bardzo istotne zagrożenia, związane chociażby z brakiem możliwości wykorzystania kursu walutowego jako mechanizmu dostosowawczego, czego nie neguję.

Kolejnych osiem rozdziałów składa się na część *Współczesność*. Otwierający go rozdział 5. nosi tytuł *Zmiany w międzynarodowym systemie walutowym oraz ich implikacje dotyczące wiarygodności i dyskrecjonalności reżimów monetarnych – od systemu z Bretton Woods do strategii celu inflacyjnego*. Autorka (Joanna Niedźwiedzińska) porównuje w nim założenia systemu z Bretton Woods ze strategią celu inflacyjnego. Ponadto przedstawia wpływ upadku systemu z Bretton Woods na to, jakie reżimy monetarne są wybierane przez kraje, a także ewolucję strategii polityki pieniężnej po upadku systemu dolarowo-złotego. Należy podkreślić, że Autorka wykonała bardzo pracochłonne zadanie, przygotowując zestawienie stosowanych strategii polityki pieniężnej (110 krajów w latach 1970–2019). Zebrane dane wykorzystwała do przedstawienia tendencji w stosowaniu reżimów monetarnych w całej grupie oraz w podziale na kraje wysoko rozwinięte (25 krajów) i rozwijające się (85 krajów). Autorka zawarła w opracowaniu ciekawe i oryginalne porównanie systemu z Bretton Woods ze strategią celu inflacyjnego w warunkach pieniądza fiducyjnego. Przeprowadzone analizy podsumowuje cennymi wnioskami, mówiącymi, że zalety strategii celu inflacyjnego wynikają z połączenia elementów polityki dyskrecjonalnej i stosowania sztywnych reguł (s. 158). Ponadto stwierdza, że w obu systemach o ich skuteczności decydowała wiarygodność, która wynikała jednak z odmiennych właściwości tych systemów (s. 159).

Autor kolejnego rozdziału (Ryszard Kokoszczynski), zatytułowanego *Konsekwencje ekonomiczne zawieszenia wymienialności dolara na złoto: polityka pieniężna wciąż między regułami a dyskrecjonalnością*, zajął się podobnym zagadnieniem. Jest to ciekawa analiza i porównanie strategii polityki pieniężnej w warunkach funkcjonowania systemu z Bretton Woods i po jego upadku. Autor ocenia skuteczność

strategii polityki pieniężnej zależnie od tego, czy są raczej oparte na sztywnych regułach czy na dyskrecjonalności działań. Charakteryzuje strategie oparte na kontroli podaży pieniądza, kontroli kursu walutowego oraz strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Szczególnie ciekawy jest końcowy fragment opracowania, w którym Autor rozważa skutki kryzysu finansowo-gospodarczego z lat 2008–2009 dla strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, stawiając bardzo trafne pytanie, czy zmiana instrumentarium polityki pieniężnej (luzowanie ilościowe) oznacza odejście od strategii bezpośredniego celu inflacyjnego czy raczej jego modyfikację (s. 177). Swoje analizy puentuje stwierdzeniem, że polityka pieniężna po upadku systemu z Bretton Woods ma tendencję do zwiększania dyskrecjonalności (s. 180).

W rozdziale 7., zatytułowanym *Wpływ Systemu Rezerwy Federalnej i systemu z Bretton Woods na politykę monetarną i bilanse płatnicze w gospodarce światowej na przełomie XX i XXI w.*, Autorka (Aneta Kosztowniak) charakteryzuje główne problemy systemu walutowego z Bretton Woods i przyczyny jego upadku, a także przedstawia próby ratowania systemu i stabilizowania rynku walutowego po jego upadku. Czytelnicy mogą się również zapoznać z polemiką dotyczącą skuteczności polityki pieniężnej między zwolennikami podejścia popytowego, polegającego na poszukiwaniu kompromisu między rozwojem koniunktury a stabilizacją cen, oraz podaźowego, akcentującego walkę z inflacją niezależnie od krótkookresowych skutków dla koniunktury i zatrudnienia. Cenną część opracowania stanowi analiza danych statystycznych prezentujących poziom inflacji i stopy procentowe, a także salda na rachunkach bieżących bilansów płatniczych. Szkoda jedynie, że niektóre dane kończą się na roku 2005/2006 (rys. 7.3, 7.4). Stwierdzenie Autorki tekstu, że „w przypadku systemu dolarowo-złotego obowiązujący mechanizm stałych kursów stabilizował wahania rachunku bieżącego i finansowego” (s. 202), wydaje się kontrowersyjne. W mojej opinii równowaga płatnicza w systemie stałych kursów walutowych była raczej pozorna i wynikała ze zobowiązania banków centralnych do interwencji na rynku walutowym. Ponadto była skutkiem stosowania restrykcji w handlu i przepływach kapitału. W rzeczywistości w systemie narastały wewnętrzne napięcia. Po upadku systemu z Bretton Woods doszło do koniecznych dostosowań, które uwidoczniły się jako zmiany kursów walutowych, oraz pojawiła się nierównowaga w bilansie płatniczym. Niemniej, również w systemie kursów płynnych mechanizm kursowy wyrównywania bilansu płatniczego w praktyce okazał się mało skuteczny.

Rozdział 8. nosi tytuł *Konsekwencje zmienności w międzynarodowych przepływach kapitału i możliwe działania ograniczające ich negatywne skutki*. Jego istotną zaletą jest przedstawienie teoretycznych podstaw przepływów kapitałowych oraz zmian poglądów na temat kontroli przepływów kapitału. Część teoretyczna jest zwięzła, ale niezwykle czytelna i bardzo użyteczna dla lepszego zrozumienia omawianego problemu. Następnie Autor (Jarosław Janecki) charakteryzuje główne tendencje w przepływach kapitału po upadku systemu z Bretton Woods oraz korzyści i zagrożenia związane z ruchem kapitału. Przedstawia również najważniejsze kierunki zmian w globalnym systemie finansowym, mające na celu zwiększenie jego stabilności (m.in. stworzona przez ONZ Agenda 2030, s. 223). Zgadzam się ze stwierdzeniem Autora, że zmiany w architekturze globalnych finansów nie zostaną prawdopodobnie uzgodnione na jednej konferencji międzynarodowej, jak stało się w przypadku systemu z Bretton Woods. Będzie to raczej stopniowy proces o charakterze dyskrecjonalnym, odbywający się na wielu płaszczyznach. Ponadto wydaje się, że wprowadzenie poważnych restrykcji w przepływach kapitału jest mało prawdopodobne.

Przedmiotem analiz w rozdziale 9. pt. *Stabilność sektora finansów publicznych w gospodarce otwartej wobec współczesnych zjawisk kryzysowych w świetle doświadczeń systemu z Bretton Woods* jest stabilność sektora finansów publicznych, w szczególności w warunkach kryzysowych. Autor (Krzysztof Jarośniński)

zaprezentował poglądy wielkich ekonomistów (Keynesa, Friedmana, Wagnera) na temat roli sektora finansów publicznych (s. 234–235). Wydaje się jednak, że nieco na wyrost zobowiązał się do analizy „w świetle doświadczeń systemu z Bretton Woods”, gdyż powiązania między systemem dolarowo-złotym a stabilnością sektora finansów publicznych nie zostały w mojej opinii bezpośrednio i jednoznacznie wykazane. Autor mógł np. bardziej rozwinąć hipotezę deficytów bliźniaczych (s. 238) i oprzeć na niej rozważania dotyczące powiązań między systemem walutowym a stabilnością finansów publicznych.

W rozdziale 10. pt. *Rola złota we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym i perspektywy jej zwiększenia* analizie poddano wykorzystanie złota w sferze oficjalnej i wpływające na to czynniki. Scharakteryzowano także rolę złota w kolejnych systemach walutowych: w klasycznym systemie waluty złotej, w systemach ograniczonej waluty złotej w okresie międzywojennym, w systemie z Bretton Woods oraz we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym. Autor (Dominik Aleksander Skopiec) podejmuje próbę odpowiedzi na niezwykle ciekawe pytanie badawcze – czy możliwe jest przywrócenie monetarnych funkcji złota. Stwierdza jednak, że powrót do powiązania pieniądza ze złotem jest mało prawdopodobny. Przywrócenie płatniczych funkcji złota byłoby bezcelowe ze względu na funkcjonujące obecnie wysoce wydajne systemy płatności. Umacnia się natomiast rezerwowa funkcja złota. Remonetyzacja złota, zdaniem Autora, jest jednak raczej mało prawdopodobna, ze względu na: (1) zbyt małą podaż złota (możliwe byłoby ewentualnie częściowe pokrycie emisji pieniądza złotem), (2) duże fluktuacje cen złota, (3) brak możliwości wpływania przez banki centralne na cenę złota (80% złota znajduje się w rękach prywatnych) oraz (4) brak możliwości stosowania dyskrecjonalnej polityki pieniężnej. Istotną zaletą rozdziału jest przedstawienie szczegółowych analiz popartych danymi statystycznymi oraz oparcie rozważań na bogatej i aktualnej literaturze.

Rozdziały 11. i 12. poświęcono problemowi kredytów frankowych jako jednej z konsekwencji upadku systemu walutowego z Bretton Woods i urzeczywistnieniu się ryzyka kursowego. Autor rozdziału *Upadek systemu z Bretton Woods, carry trade i kredyty frankowe* (Stanisław Jan Adamczyk) uważa, że wydarzenia w globalnym systemie monetarnym po upadku systemu z Bretton Woods negatywnie wpłynęły na sytuację finansową polskich kredytobiorców „frankowych”. W jego opinii zła sytuacja tej grupy kredytobiorców jest konsekwencją: (1) usunięcia „złotej kotwicy” wymuszającej równowagę makroekonomiczną krajów oraz (2) kursu krzyżowego CHF/PLN i uzależnienia go w szczególności od sytuacji w strefie euro, gdzie wystąpił kryzys zadłużeniowy (s. 313).

W rozdziale pt. *Aktualne wyzwania dla stabilności polskiego systemu finansowego jako długofalowy rezultat upadku systemu z Bretton Woods* Autor (Maciej Zaleskiewicz) zauważa, że głównym zagrożeniem dla stabilności polskiego sektora finansowego są kredyty frankowe. Niewątpliwie jest to duży problem, jednak wydaje się, że z punktu widzenia stabilności systemu finansowego w Polsce nie mniej istotne są wyzwania związane z wysoką inflacją i wzrostem stóp procentowych, co wiąże się z ryzykiem niewypłacalności kredytobiorców. Zagrożenia dla stabilności są również pochodną pandemii COVID-19, która osłabiła zdolność kredytową zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Co więcej, zagrożenia te dotyczą dużo szerszego grona podmiotów niż kredytobiorcy „frankowi”. Analizując przyczyny dużego zainteresowania kredytami walutowymi, Autor dochodzi do wniosku, że czynniki te są wynikiem upadku systemu z Bretton Woods i ukształtowały się w ciągu ostatnich 30 lat. Zaliczył do nich: zmiany kursu złotego, liberalizację przepływów kapitału, rozwój rynku walutowego oraz pojawienie się na szeroką skalę instrumentów pochodnych. Autor stwierdza jednak, że pomimo mankamentów obecnie funkcjonującego systemu walutowego bezzasadne byłoby przywrócenie zasad systemu z Bretton Woods. Proponuje, by ulepszone zostały mechanizmy i instytucje funkcjonujące w ramach współczesnego systemu.

Trzecia część książki, w mojej opinii najciekawsza i najbardziej twórcza, zatytułowana *Przyszłość*, składa się z rozdziałów 13–16. Współczesne dynamiczne przemiany technologiczne i postępująca cyfryzacja gospodarek stwarzają nowe możliwości powstawania pieniądza cyfrowego w formie kryptowalut lub wprowadzenia pieniądza cyfrowego emitowanego przez banki centralne (CBDC – Central Bank Digital Currency). Jednocześnie coraz częściej pojawiają się wątpliwości i nowe pytania o rolę pieniądza i banków centralnych we współczesnej gospodarce. Opracowania zawarte w trzecim tomie monografii odnoszą się do tej dyskusji.

Autor rozdziału *Od systemu z Bretton Woods do zdecentralizowanych finansów* (Grzegorz Sobiecki) stawia tezę, że upadek systemu z Bretton Woods, wywołując megaimpulsy monetarne, przyczynił się do rozwoju sektora DeFi (zdecentralizowanych finansów) i powstania bitcoina. Za główną przyczynę opisywanych zmian uznał spadek realnych krótkoterminowych stóp procentowych, który zachęcał do poszukiwania alternatywnych wysoko zyskowych lokat kapitału. Prowadziło to do zwiększenia zainteresowania rynków kapitałowych branżą DeFi, pomimo wiążącego się z tym sektorem relatywnie wysokiego ryzyka. Głównym walorem tego opracowania jest jego oryginalność i duża aktualność tematu.

Celem rozdziału 14. pt. *Pieniądz cyfrowy banku centralnego a prowadzenie polityki pieniężnej – aspekty operacyjne* jest uświadomienie daleko idących konsekwencji łączenia CBDC do mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Autor (Paweł Kowalewski) podjął się bardzo ambitnego i trudnego zadania, ponieważ badania nad wpływem CBDC na mechanizm transmisji monetarnej znajdują się we wczesnym stadium rozwoju, jednak zwiększa to atrakcyjność opracowania. Zaprezentował w nim przegląd najważniejszych pozycji literaturowych poświęconych analizie wpływu CBDC na mechanizm transmisyjny. Autor postawił interesujące pytanie: czy banki centralne będą w stanie uchronić swój monopol na emisję pieniądza. Odpowiedź nie jest łatwa i Autor słusznie zauważa, że udzielenie wiarygodnej odpowiedzi jest wręcz niemożliwe. Zaznacza też, że wprowadzenie CBDC może się przyczynić do zmodyfikowania funkcjonującego obecnie dwupoziomowego systemu bankowego, jednak dokonywanie zmian przy obecnym stanie wiedzy mogłoby się okazać wręcz niebezpieczne. Niemniej uwzględnienie CBDC w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej powinno pomóc bankom centralnym w zachowaniu monopolu na emisję pieniądza.

Rozdział 15. pt. *Złoto jako element rezerw dewizowych banków centralnych w obliczu zielonej i cyfrowej rewolucji* to oryginalne ujęcie problemu rezerw dewizowych banków centralnych w kontekście ekologii i cyfrowej rewolucji. Ekologia i zrównoważony rozwój to obecnie bardzo ważny nurt w badaniach ekonomicznych. Autorzy (Kamilla Marchewka-Bartkowiak i Paweł Marszałek) wskazują nowe aspekty wykorzystania złota jako podstawy systemu walutowego i wiążące się z tym zagrożenia oraz szanse. Zauważają, że produkcji złota towarzyszy emisja CO₂, co negatywnie oddziałuje na środowisko i klimat (s. 413). Stawiają dające do myślenia pytanie, jakie aktywa mogą zastąpić złoto. Rozważają również, czy aktywa cyfrowe mogą być częścią rezerw banków centralnych, oraz charakteryzują CBDC jako rodzaj aktywów, który może zastąpić tradycyjny pieniądz, wskazując wady i zalety pieniądza cyfrowego. Zwracają uwagę na powiązanie CBDC z kwestiami ochrony środowiska i stawiają kolejne pytanie – czy waluty cyfrowe, jako aktywa mniej „emisyjne”, mogą zastąpić złoto w rezerwach banków centralnych (s. 419). W CBDC Autorzy widzą szanse na zwiększenie proklimatycznej działalności banków centralnych (s. 420). Przeprowadzone rozważania, wsparte wieloma analizami SWOT, kończą stwierdzeniem, że wraz z nasilaniem się negatywnych zjawisk klimatycznych CBDC zaczną być traktowane jako poważna alternatywa dla złota (s. 422).

Przyszły kształt międzynarodowego systemu walutowego oraz jego wpływ na zrównoważony rozwój i kwestie ekologiczne są przedmiotem rozważań w rozdziale 16. pt. *Waluta cyfrowa Europejskiego Banku Centralnego jako instrument wspierania rozwoju energii odnawialnej*. W rozdziale tym znalazł się solidny przegląd literatury dotyczącej roli ekonomii w zwalczaniu kryzysu klimatycznego. Po ciekawych analizach Autor (Filip Kliber) dochodzi do wniosku, że w Unii Europejskiej brakuje spójnej proekologicznej polityki finansowej. Walutę cyfrową charakteryzuje jako instrument wspierania zmian proekologicznych i walki z kryzysem klimatycznym. Stwierdza, że europejska waluta cyfrowa banku centralnego mogłaby pełnić funkcje instrumentu polityki klimatycznej w UE (s. 439). Autor kończy swoje analizy pytaniem, w jaki sposób cyfrowe euro mogłoby wspierać cele klimatyczne (s. 441). Udzielając odpowiedzi, zwraca uwagę na konieczność wyparcia energochłonnych kryptowalut, takich jak bitcoin, oraz możliwość dotowania przez EBC – za pomocą europejskiej CBDC – produkcji energii, która nie ma negatywnego wpływu na klimat.

Książka została wzbogacona *Postscriptum*, w którym zamieszczono ciekawy wywiad dotyczący systemu z Bretton Woods i konsekwencji jego upadku, dwa teksty zawierające wnioski i podsumowanie konferencji naukowej „System z Bretton Woods i jego dziedzictwo”, która odbyła się w maju 2022 r., a także przegląd głównych wydarzeń związanych z historią systemu z Bretton Woods w latach 1941–1978.

Podsumowując, wszystkie rozdziały recenzowanej monografii cechuje wysoki poziom merytoryczny. Ponadto dotyczą one kwestii niezwykle ważnych i trudnych z punktu widzenia funkcjonowania i przyszłości międzynarodowego systemu walutowego. Autorzy znakomicie poruszają się w tych trudnych obszarach. W zdecydowanej większości rozdziałów rozważania nie ograniczają się do prostego omówienia tematu, ale mają bardziej analityczny charakter, wskazują na źródła danego problemu, a niekiedy zawierają także wyjaśnienie teoretyczne. Książka, mimo że napisana przez duży zespół autorski, składający się z 20 osób, jest dobrze i logicznie zredagowana. Niestety nie udało się uniknąć kilku powtórzeń, głównie odwołań do systemu waluty złotej i systemów walutowych w okresie międzywojennym. Jest to jednak zrozumiałe, biorąc pod uwagę formę i charakter książki. Ponadto powracanie w kilku rozdziałach do tych samych wydarzeń tylko pozornie wydaje się powtarzaniem. W recenzowanej pracy wielu autorów przedstawia ocenę tych samych systemów walutowych, jednak z różnych perspektyw. Omawiane są inne aspekty funkcjonowania tych samych systemów walutowych. Jest to bardzo cenny walor monografii, zapewniający wieloaspektowość i kompleksowość oceny. Co więcej, jak zauważają Redaktorzy w *Przedmowie*, ich celem było to, aby poszczególne opracowania mogły być czytane zarówno oddzielnie, jak i po kolei. Spełnienie tego zobowiązania usprawiedliwia odwoływanie się w różnych rozdziałach do tych samych wydarzeń z przeszłości, aby lepiej wyjaśnić pewne problemy.

Książka jest napisana klarownym językiem, oparta na bogatej literaturze przedmiotu i uwzględnia najnowsze dane statystyczne. Wpisuje się w ważny i aktualny nurt badań ekonomicznych. Uwzględnia kluczowe, jakkolwiek oczywiście wybrane, problemy związane z funkcjonowaniem międzynarodowego systemu walutowego. Bez wątplenia jest to cenna pozycja, która nie tylko wnosi nowe treści do istniejącego stanu wiedzy, lecz także inspiruje do refleksji i dalszej dyskusji naukowej.

Z całym przekonaniem mogę stwierdzić, że wszystkie osoby zajmujące się szeroko rozumianą problematyką finansów międzynarodowych znajdą dla siebie w recenzowanej monografii ciekawe i użyteczne wątki. Książka powinna zainteresować zarówno środowisko akademickie, jak i praktyków, w szczególności pracowników banku centralnego, Ministerstwa Finansów czy członków innych władz tworzących regulacje finansowe.