

POLSKA AKADEMJA UMIEJĘTNOŚCI
PRACE KOMITETU WYDAWNICTW EKONOMICZNYCH NR 10

EUGENJUSZ UGNIEWSKI

HANDEL TERMINOWY DEWIZAMI

ZASIĘKIEM FUNDUSZU NAUKOWEGO ZRZESZENIA PRACOWNIKÓW BANKU POLSKIEGO
PRACA NAGRODZONA PIERWSZĄ NAGRODĄ NA KONKURSIE KOMITETU WYDAWNICTW
EKONOMICZNYCH

KRAKÓW 1933

NAKŁADEM POLSKIEJ AKADEMJI UMIEJĘTNOŚCI
SKŁAD GŁÓWNY W KSIĘGARNIACH GEBETHNERA I WOLFFA
WARSZAWA—KRAKÓW—LUBLIN—ŁÓDŹ—POZNAŃ—WILNO—ZAKOPANE

BIBLIOTEKA UNIWERSYTECKA
im. Jerzego Giedroycia w Białymstoku



FUW0258943

304 277



Drukarnia Uniwersytetu Jagiellońskiego pod zarządem J. Filipowskiego.

2-02-60

WSTĘP.

Fakt, że zastosowaniem operacji terminowych w handlu dewizami zainteresowała się najpierw spekulacja, miał dla samego zagadnienia poważne konsekwencje. Przez długi okres czasu zarówno państwo, jak wielkie banki ustosunkowywały się do operacji terminowych dewizami nieprzychylnie, podejrzewając każdą tego rodzaju transakcję o tendencje spekulacyjne, a nieraz wprost o działalność w większym lub mniejszym stopniu na szkodę waluty.

Po wojnie pogląd ten ulegał stopniowo rewizji w miarę, jak rozpowszechniało się zrozumienie właściwej roli spekulacji walutowej. Operacje terminowe dewizami uzyskiwały pełne prawo obywatelstwa, gdy się przekonano, że, nie stanowiąc wyłącznej domeny spekulacji, odgrywają wybitną rolę w ułatwianiu międzynarodowych wędrówek pieniądza. Należąc do zagadnień najbardziej zawiłych w obrocie dewizowym, operacje terminowe były dostępne tylko dla znawców praktyki bankowej. Z tego zapewne względu technika operacji terminowych dewizami została w różnych krajach wielokrotnie i wszechstronnie opracowana, jednakże najczęściej z pominięciem teoretycznego naświetlenia zjawiska. Dopiero w 1923 r. prof. J. M. Keynes w „A Tract on Monetary Reform“, wysunął kilka tez w odniesieniu do kształtowania się kursów terminowych dewiz. Na te w znacznym stopniu słuszne tezy, powołuję się niejednokrotnie w niniejszej pracy. Niemniej teoria prof. J. M. Keynes'a daleką jest od tego, ażeby ją można było uznać za pełną i wyczerpującą, ponieważ nie tłumaczy dostatecznie znaczenia wszelkich możliwości ewolucji kursów terminowych dewiz. Podejmując się sformułowania sui generis teorii kursów terminowych dewiz, byłem w tem szczęśliwym położeniu, że z techniką handlu dewizowego zapoznałem się podczas stage'u w Ser-

E. Ugniewski: Handel terminowy dewizami.

vice des Changes, Centrali Crédit Lyonnais w Paryżu, bezwątpienia najbardziej wpływowego banku francuskiego.

Wychodząc z założenia, że każda teoria dopiero wówczas staje się dojrzałą, gdy zawarte w niej tezy znajdują potwierdzenie w całej pełni w praktyce, uznałem nieustanny kontakt formułowanych tez z rzeczywistością za postulat pierwszorzędного znaczenia. Omawiając skomplikowany problem handlu terminowego dewizami, nie należało utracić żadnej okazji, ażeby przenosić się w sferę zjawisk realnych dla ich konfrontacji z teorią.

Rynek polski nie mógł być niestety przedmiotem moich obserwacji. W Polsce dotychczas zainteresowanie handlem terminowym dewizami jest stosunkowo bardzo małe. Operacje terminowe dewizami, zawierane w formie operacji reportowych bądź z Bankiem Polskim, bądź między bankami prywatnymi, nie rozwinęły się na większą skalę. Najważniejszą tego przyczyną jest nietyle fakt, że potrzeba rynku terminowego nie dała się poważnie odczuć, ile że dotychczasowe stadium organizacji rynku pieniężnego, jak również aparatura banków temu nie sprzyja.

Banki w Polsce nie rozporządzają ani dostatecznym w tym celu kredytem zagranicznym, ani odpowiednimi własnymi środkami.

Siłą więc faktu punkt obserwacyjny musiałem przenieść zagranicę na teren międzynarodowy, czerpiąc z obfitej masy wydarzeń doby obecnej wiele ciekawych spostrzeżeń. Wybór takiego punktu padł na Paryż. Na skutek bowiem wstrząsów walutowych, jakie miały miejsce w tym czasie w całym świecie oraz w związku z odstąpieniem Anglii od waluty złotej, znaczenie Paryża jako międzynarodowego rynku dewizowego poważnie się zwiększyło. Paryż stał się wielkim centrem finansowym, jak również wielkim rynkiem dla dewiz europejskich oraz dolara St. Zjednoczonych A. P. Międzynarodowy handel dewizami znajduje w Paryżu mocne podstawy w ustabilizowanej walucie, opartej na swobodnych ruchach złota.

W tych warunkach staje się zrozumiałą rola, jaką Paryż odegrał w dobie obecnego kryzysu.

Warszawa, dnia 25 marca 1933 r.

1. Podstawy międzynarodowych obrotów dewizowych.

W epoce gospodarki towarowej prawie ogół dóbr wytwarzanych jest przeznaczony na wymianę. Nawet zdolności i wiedza ludzka najczęściej służą do zaspakajania cudzych potrzeb. „Zmierając bowiem do zaspokojenia własnych potrzeb, podmiot gospodarczy może działać na rzecz cudzych potrzeb, ażeby wzamian za to od innych podmiotów otrzymać przedmioty, których pożąda, przez co powstaje grupa zagadnień, którą nazywamy wymianą”¹. Wymiana międzynarodowa, umożliwiając korzystanie z różnorodnych bogactw jednego kraju innym, dąży do unikania marnotrawstwa sił produkcyjnych, opierając się zaś na międzynarodowym podziale pracy, zbliża ku sobie wszystkie narody i jednoczy je pod względem gospodarczym w jedną wielką całość.

Jednakże wszystko to dzieje się w drodze wzajemnej penetracji obcych sobie organizmów gospodarczych, co powoduje, że niewątpliwie korzyści wymiany międzynarodowej zostały okupione wzmożoną współzależnością gospodarczą i finansową świata. Współzależność ta, której miarą jest stopień wymiany zagranicznej danego kraju, stale powiększa się i pogłębia przez nieustanne procesy wymiany.

Nie ulega wątpliwości, że w uporządkowanej gospodarce światowej pojęcie „państwa izolowanego” służy raczej dla wygody teoretycznego rozumowania. Nie jest również do pomyślenia zamykanie na stałe życia gospodarczego w ramach granic politycznych według neomerkantylnej idei

¹ Gide Karol, Zasady ekonomji społecznej, w tłumaczeniu dr W. Czerkawskiego, Poznań, V wydanie, str. 7.

samowystarczalności, tak gorliwie realizowanej po wojnie. Rozwój szczególnie silny protekcjonizmu celnego, bezwzględne zamknięcie dostępu dla obcych rąk roboczych, utrudnianie wymiany kapitałów pieniężnych, jak to ma miejsce formalnie we Francji, a faktycznie również w innych krajach wierzyielskich, nie może się utrzymać na dłuższą metę. Ta bowiem powszechnie stosowana polityka w ostatecznym efekcie skłóciła świat, zahamowała wymianę międzynarodową, której obroty spadły do bardzo niskiego poziomu.

Niemal każdy proces wymiany występuje pod postacią pieniądza: pieniężna jest forma pożyczki, z pośrednictwa pieniądza korzysta się przy sprzedaży towarów, pieniądzem płaci się za pracę. Wymiana międzynarodowa, jaka nas interesuje, przejawia się również pod postacią pieniądza, a wierzytelności i długi z niej wynikłe dadzą podstawę do wcześniejszych lub późniejszych rozrachunków pieniężnych z zagranicą.

Ażeby zdać sobie sprawę, jak przedstawiają się rozrachunki pieniężne z zagranicą, należy ustalić prawa i zobowiązania płatnicze wobec zagranicy, zestawić aktywa i passywa, słowem sporządzić t. zw. bilans płatniczy.

W celu zorientowania się w rozmiarach, jak również w charakterze dokonywanych wpłat i wypłat na zagranicę, należy nurt tranzakcyj zawieranych z zagranicą podzielić na trzy działy, które nazwiemy obrotem bieżącym, kapitałowym i spekulacyjnym bilansu płatniczego.

Obrót bieżący obejmuje wszystkie zasadnicze pozycje przychodu i rozchodu bilansu płatniczego, t. zn. wpływy pozytywne i negatywne, powtarzające się corocznie z tytułu obrotu płatniczego z zagranicą. Co do wymiany kapitałów pieniężnych należy wyjaśnić, że do obrotów bieżących zalicza się tylko ruch kapitałów, pochodzący z dawnych tranzakcyj, które w danym okresie dają podstawę do wypłat dywidend, procentów i spłat kapitału. Wszelkie natomiast nowe lokaty kapitałów pieniężnych, zarówno pochodzące z zagranicy, jak również plasowane zagranicą, winny być wyeliminowane i zaliczone do obrotu kapitałowego.

Obrót kapitałowy, to obrót nowymi pożyczkami, za-

ciągniętymi lub spłaconymi. Obejmuje on sprzedaż, względnie kupno papierów wartościowych, dokonane w ciągu danego okresu, przenoszenie depozytów zagranicę, względnie ich repatrjację. Z punktu widzenia regulowania zobowiązań z zagranicą obrót kapitałowy odgrywa wybitną rolę. Z jednej strony wypełnia braki środków płatniczych, powstałe z obrotu bieżącego, a z drugiej stwarza rezerwy, które w przyszłości mogą oddać nieocenione usługi przy likwidacji zobowiązań wobec zagranicy.

Zasadniczym czynnikiem działu nazwanego spekulacyjnym jest działalność spekulacji, która antycypuje i przyspiesza przyszłe wydarzenia przez natychmiastowe dyskontowanie przewidywanego rozwoju wypadków. Jest rzeczą zrozumiałą, że kraj pozbawiony dostatecznej ilości zagranicznych środków płatniczych nie mógłby w razie niekorzystnego układu obrotu bieżącego lub braku kredytów zagranicznych podjąć wypłat wobec zagranicy, chyba że spekulacja zajmie pozycję na zwykłą walutę danego kraju. Kredyty spekulacyjne, jak omówimy to szczegółowiej w specjalnym rozdziale, są koniecznością, mimo że kryją w sobie niebezpieczeństwo. Kraj zaś, który musi korzystać z kredytów spekulacyjnych, winien swym rozwojem wzbudzać niezachwianą wiarę zagranicznych posiadaczy różnorodnych wierzytelności w walucie krajowej.

Wymienione trzy działy stanowią elementy równowagi obrotu płatniczego, czyli rzeczywistych pieniężnych wpłat i wypłat na zagranicę. Wzięte oddzielnie, nie potrzebują się one równoważyć, lecz brane łącznie winny koniecznie utrzymać obrót płatniczy w pełnej równowadze. Nieustanne zrównoważenie obrotu płatniczego po obu stronach bilansu nie tylko w ciągu pewnego okresu, lecz codziennie, jest koniecznością, przed którą nie może uchylić się żaden kraj.

W jaki sposób równoważą się obroty płatnicze z zagranicą?

Równowaga ta utrzymuje się samoczynnie, ponieważ wierzytelności i długi dążą same przez się do stanu równowagi. Obroty płatnicze bowiem regulują się w ten sposób, że dobra i usługi wymieniają się na dobra i usługi. Jeżeli dany kraj zamierza zrealizować swoje wierzytelności posia-

dane zagranicą, to może uczynić to jedynie w formie dóbr i usług, które będzie importować. Równocześnie kraj dłużniczy może płacić swe zobowiązania tylko przy pomocy wyprodukowanych dóbr i usług.

Zwolennicy teorii kwantytatywnej utrzymują, że równowaga obrotów płatniczych powstaje na skutek zmian poziomu cen towarów i kapitału wewnątrz i nazewnątrz organizmu gospodarczego.

Z innego punktu widzenia zapatruje się na to zagadnienie znany teoretyk transferu, szwedzki prof. B. Ohlin¹ który nie neguje czynnika zmiany poziomu cen, jednakże wychodzi z założenia, że siła nabywcza może być realizowana tylko w państwie, w którym się znajduje. Kraj, który posiada przewagę wierzytelności nad długami, t. zn. gdy, wytworzył nadwyżkę wywozu kapitałów, oddaje własną siłę nabywczą, która, jak powiedzieliśmy, może być jedynie w tym kraju zużytkowaną bądź w postaci towarów, bądź w postaci złota. Wybór towaru albo złota będzie zależny od stosunku cen jednego do drugiego. Eksport złota spowoduje wyższą jego cenę, a wówczas więcej będzie opłacać się wywóz towarów aniżeli złota.

Wprost odwrotna sytuacja będzie zachodzić w wypadku, gdy dany kraj rozpocznie ściąganie wierzytelności; wytworzy to przewagę dopływu kapitału; dany kraj otrzyma więcej kapitałów z zagranicy, aniżeli wywiezie. Na skutek realizacji nabytej przez dłużnika wierzytelności powstanie siła nabywcza zagranicą t. j. w kraju dłużniczym; przesunięcie siły nabywczej do kraju rodzimego będzie wówczas możliwe tylko o tyle, o ile kraj dłużniczy znajdzie rynki z bytu poza swym organizmem gospodarczym. Stanie się to o tyle łatwiejsze, że odbierając państwu dłużniczemu siłę nabywczą przy realizowaniu wierzytelności, pochłania się część jego dochodu społecznego, jaką stanowiły wyeksportowane dobra i usługi, przeznaczone na spłatę wierzytelności, co nie może pozostać bez wpływu na spadek siły nabywczej społeczeństwa i w konsekwencji na

¹ Die Beziehungen zwischen internationalem Handel und internationalen Bewegungen von Kapital und Arbeit. Zeitschrift für Nationalökonomie Band II, Heft 2-15, Oct. 1930, Wien.

spadek cen. W pewnym stopniu przyczyni się do tego eksport złota. Nie przybierze on jednak znaczniejszych rozmiarów, ponieważ kraje dłużnicze rozporządzają wogóle szczupłymi rezerwami kruszcza.

Jest rzeczą jasną, że w razie niemożności dostosowania się życia gospodarczego do zmienionych warunków ruchu kapitałów, t. zn. gdy kraj nie może liczyć na dopływ nowych kapitałów a dawne nagle zostały wymówione, zrównoważenie obrotu płatniczego może nastęczyć takie trudności, że okaże się konieczną ingerencja państwa, która w formie specjalnych przepisów podda kontroli ruch kapitałów względnie nawet ogłosi moratorium dla niektórych wypłat na zagranicę, jak to masowo miało miejsce w drugiej połowie roku 1931 i w 1932 r. W tym wypadku wierzyciel będzie zmuszony do pozostawienia nadal swych należności w kraju, którego waluty nie wolno mu sprzedać t. zn. do oddania siły nabywczej na kredyt i do zrezygnowania ze ściągnięcia kapitałów.

Opierając się na powyższych wywodach, musimy uznać za postulat pierwszorzędного znaczenia, jeżeli chodzi o przywrócenie normalnej równowagi międzynarodowych obrotów płatniczych, sztucznie obecnie utrzymywanej przez przepisy ograniczające, jakoteż zakazujące dokonywania wypłat na zagranicę, kwestję aktywizacji bilansów handlowych krajów dłużniczych. Jest bowiem rzeczą znaną, że typową cechą okresu powojennego jest fakt, iż bilanse handlowe krajów dłużniczych nie tylko niedostatecznie były czynne, lecz częstokroć wykazywały znaczne saldo bierne. Natomiast kraje wierzycielskie nieraz posiadały wymianę towarów z zagranicą zdecydowanie pozytywną. Stan ten ze względów ogólnie znanych był stanem wyjątkowym. Znosić go było można w ciągu pewnego okresu czasu, lecz nie da się go utrzymać na dłuższą metę. Szczególnie rozwój protekcjonizmu celnego, w którym Stany Zjednoczone A. P. mimo nieustannych i znacznych nadwyżek bilansu handlowego odegrały w 1930 r. tak wielką rolę, niezmiernie utrudnił krajom dłużniczym spłatę ich zobowiązań płatniczych przy pomocy towarów. Odbierając w ten sposób możliwość dokonania transferu, kraje wierzycielskie utraciły

równocześnie możliwość realizowania swych wierzytelności. Nie pozostawało nic innego, jak reinwestowanie w dalszym ciągu należnych im odsetek i kapitału w krajach dłużniczych. Taką politykę stosowały Stany Zjednoczone do r. 1930. Rozumie się, że tego rodzaju forma eksportu kapitału nie może być uznana za zdrową i normalną. Lecz o wiele trudniejsza powstała sytuacja, gdy mniej więcej w połowie 1930 r. Stany Zjednoczone, nie licząc się zupełnie z konsekwencjami, z całą bezwzględnością podwyższyły cła, zaniechały inwestycji nowych kapitałów i zaczęły ściągać dawniej udzielone pożyczki.

Tego rodzaju posunięcia doprowadziły wiele państw dłużniczych do zawieszenia wypłat na zagranicę. Ściągnięcie ulokowanych kapitałów okazało się niemożliwe. Ostatecznie wierzycielom zagranicznym pozostało albo podjąć na nowo na szerszą skalę eksport kapitałów, jak o tem była mowa wyżej, albo zdecydować się na daleko idące skreślenia swych należności kapitałowych. Pierwsza alternatywa nie ma większych widoków realnych, ponieważ ani wierzyciele nie są skłonni do dalszych inwestycji kapitałowych, sięgających bardzo poważnych sum, ani też dłużnicy w okresie niezwykłych trudności gospodarczych, nie mając widoków wzmoczenia produkcji, nie chcą się angażować nowymi zobowiązaniami. Nie pozostaje nic innego, jeno stosować drugą alternatywę: *là où il n'y a rien, même le roi perd ses droits!*

Nie trzeba się dziwić, że państwa wierzycielskie odmówiły dalszego wrzucania swych funduszków do mitycznej beczki Danaid. Lecz, żeby się wycofać z impasu, muszą naprawić swe błędy i wyrzec się popularnych i wysuwanych dotąd mimo całej ich paradoksalności i naiwnego braku logiki doktryn neomerkantylnych: muszą przyznać, że towary są prawdziwym, podstawowym pieniądzem międzynarodowym.

Reasumując nasze rozumowanie, możemy powiedzieć, że równowaga obrotów płatniczych z zagranicą, jak również ich płynność t. zn. większa lub mniejsza łatwość dokonywania wypłat zagranicznych zależy od bilansu płatniczego i w razie trudności wspiera się na dwóch elementarnych czynnikach: towarze i kredycie. W pierwszym rzędzie na

równowagę obrotu płatniczego oddziaływać będzie bilans handlowy i możliwości jego poprawy. Natomiast kredyt o tyle tylko wchodzi w grę, o ile dany kraj nim rozporządza. W razie gdy wymienione czynniki nie dopiszą, kraj pomimo najlepszej woli nie jest w stanie płacić swych zobowiązań, których termin już zapadł. Zawiesza wówczas wypłaty na zagranicę częściowo lub całkowicie. Miejsce kredytu wolnego zajmie przymusowy.

Jest rzeczą jasną, że punkt ciężkości zrównoważenia obu stron obrotu płatniczego z zagranicą leży po stronie zobowiązań. Jeżeli regulują się one bez przeszkód, to fakt ten wskazuje na zdrową sytuację ekonomiczną państwa, na korzystny bilans płatniczy danego kraju. W wypadku zaś deficytowego bilansu płatniczego likwidowanie zobowiązań wobec zagranicy napotyka na trudności.

W praktyce równowaga obrotu płatniczego wyrazi się na rynku zaspokojeniem zapotrzebowania zagranicznych środków płatniczych czyli dewiz. Cała więc tajemnica równowagi polega w rzeczy samej na tem, że zawsze sprzedaż dewiz musi być dokładnie równa zakupom. Dla tego, który operuje na rynku, całe zadanie sprowadza się do odnalezienia kontrpartniera podaży i popytu walut różnorodnego rodzaju. Od warunków, w jakich ta działalność się odbywa, zależy kurs, który jest niezawodnym barometrem codziennej równowagi. W okresie, kiedy waluty się chwieją, niejednokrotnie należy proponować nieustannie większą ilość pieniędzy, ażeby umożliwić ich wymianę na inne waluty. Jednakże niezależnie od tego, jak niską byłaby cena pieniądza krajowego, trzeba znaleźć nabywcę. Bez tego pieniądza nie może być przedmiotem handlu i traci całą swą wartość nazewnętrzną.

Po tych ogólnych rozważaniach zwrócimy uwagę na mechanizm rozrachunków międzynarodowych.

W normalnych rozrachunkach międzynarodowych gotówka odgrywa stosunkowo nieznaczną rolę. Pieniądz jako środek wymiany mógł być bez trudu usunięty dzięki temu, że uiszczenie zobowiązań może być dokonane w inny sposób, aniżeli przy pomocy gotówki. Sposób ten w swych zasadniczych podstawach przypomina pojęcia znane w nauce

prawa, dotyczące sposobu umorzenia długu bez efektywnej wypłaty przez t. zw. potrącenie, pomieszczenie lub nowację.

Przez potrącenie należy rozumieć wygaśnięcie dwóch wierzytelności w wypadku, gdy dwie osoby znajdują się względem siebie równocześnie w położeniu dłużnika i wierzyciela. Pomieszczenie następuje w wypadku połączenia w jednej osobie przymiotu wierzyciela i dłużnika. Jedno i drugie pojęcie prawne odpowiada pojęciu ekonomicznemu kompensacji. Natomiast nowacja ma miejsce w przypadku, gdy wierzytelność gaśnie skutkiem stworzenia nowej. Jest to t. zw. prolongata, możliwa jedynie przez uzyskanie kredytu.

Kompensacja nie jest niczem innym, jak tylko użyciem wierzytelności do spłaty długu, pozwalając na zlikwidowanie transakcji bez transportu gotówki.

Jeżeli na przykład polski eksporter sprzedaje towar Amerykaninowi, wówczas posiada wierzytelność w formie traty w dolarach. Ponieważ dla swych transakcji w kraju potrzebuje złotych, a nie dolarów, przeto musi zrealizować swą wierzytelność. Szuka więc importera towarów z Ameryki, który ma zapłacić dług w dolarach. Importer nabędzie tratę i pośle ją swemu wierzycielowi. Trata będzie zainkasowana w Ameryce i pokryje wierzytelność amerykańskiego dostawcy towarów do Polski. Z tego wynika, że w Polsce transakcje eksportu i importu będą uregulowane w złotych, a w Ameryce zlikwidują się w dolarach. W ten sposób złoty nie opuszcza kraju, podobnie jak i dolar pozostaje w Ameryce. Wymiana między obu krajami dokona się w formie wymiany naturalnej surowej. Towary polskie zostaną wymienione na amerykańskie bez użycia gotówki.

W drodze kompensacji likwidują się wierzytelności i długi przez kolejny obieg traty od wierzyciela do dłużnika wobec zagranicy, a następnie transfer jej do wierzyciela zagranicznego i wykup przez akceptanta, który reguluje swe zobowiązania pośrednio.

Lecz kompensacja nastąpi również, gdy obustronni dłużnicy przedstawiają sobie zakupione tytuły praw od wierzycieli krajowego i zagranicznego.

Zarówno w pierwszym jak i drugim wypadku wierzy-

ciel realizuje swoje wierzytelności tratami, które „ciągnie i sprzedaje”. Dłużnik natomiast uiszcza swoje zobowiązanie rymesami, które „nabywa i wręcza”.

Zlikwidowanie zobowiązań wobec zagranicy może być dokonane przy pomocy jednej z dwóch kombinacji: traty lub rymesy, zależnie od umowy, która winna również ustalić, kto ma przyjąć, a kto płacić w walucie zagranicznej i ponieść wówczas ryzyko ewentualnych zmian kursów zagranicznych.

Zazwyczaj wierzyciel, który udziela kredytu, wybiera tratę na wypadek potrzeby zmobilizowania płynnych środków. Przy transakcjach gotówkowych wierzyciel może bądź trasować na dłużnika, bądź żądać nadesłania rymesy.

W praktyce operacje kompensacyjne zostały ułatwione i uproszczone przez pośrednictwo banków. Banki, centralizując wierzytelności na zagranicę, mogły bez trudu zamienić weksel, nastroczając zbyt wiele kłopotu spowodu braku dokładnych informacji o wystawcy, na czek. Ze względu na różnorodność kwot z tytułu kupna trat, jak również z tytułu sprzedaży rymes, bank staje się bądź wierzycielem, bądź dłużnikiem innego banku zagranicznego, u którego inkasuje nabyte rymesy względnie na którego trasuje. W celu zlikwidowania salda bank ma możliwość wyboru traty lub rymesy. Wybór zależy będzie od stanu kursów dewiz.

Przypuśćmy, że jakiś bank amerykański w New Yorku zamierza zlikwidować saldo w wysokości 50 tysięcy złotych w jakimś banku polskim w Warszawie, wówczas może on sprzedać w New Yorku tratę na Warszawę w wysokości 50 tys. zł. albo nabyć rymesę na New York w Warszawie za 50 tys. zł. Ponieważ zakładamy na podstawie obliczeń arbitrażowych, że 1 dolar w New Yorku odpowiada 8,88 zł., a w Warszawie notowano 1 dolar po kursie 8,94 zł., przeto bank amerykański wybierze tratę. Złoty bowiem jest tańszy w New Yorku.

Gdy więc waluta krajowa jest tańsza zagranicą, to znaczy, gdy mniej trzeba zapłacić w walucie zagranicznej dla nabycia waluty krajowej, dług uiszcza się tratami. Niezbędne dewizy nabywa się zagranicą przez korespondenta, któremu pozwala się wzamian trasować równowartość w wa-

lucie krajowej. Przy sytuacji odwrotnej, gdy waluta krajowa zagranicą jest droższa, wtedy rymesa nabyta w kraju jest tańsza od traty, ponieważ na kupno wierzytelności wyda się mniej pieniędzy krajowych.

Oprócz rymes i trat bezpośrednich t. zn. na zainteresowany kraj zagranicą, dłużnik może operować drogą pośrednią t. zn. wykorzystywać różnice kursowe na innych rynkach.

Rymesy i traty pośrednie powstają dzięki arbitrażowi kursów dewiz. Pokrywają one niedobór obrotu płatniczego, jaki mógł się wytworzyć w stosunku do jednego z krajów przy pomocy nadwyżki skostatowanej w stosunku do innego kraju. Dzięki arbitrażowi, którego celem jest kupno dewiz po kursie niskim tam, gdzie one są bardziej zaofiarowane, a sprzedaż drożej tam, gdzie ich poszukują, całość wierzytelności wobec zagranicy służy do skompensowania całości długów wobec zagranicy, co pozwala na wyrównanie długów do wysokości ogółu wierzytelności.

Jeżeli pomimo tych operacji wyrównawczych nie nastąpiła całkowita kompensacja, różnica w kursach zagranicznych, jaka niewątpliwie powstanie, doprowadzi do konieczności użycia rezerw w formie złota, o ile nie usuną jej operacje kredytowe długo i krótkoterminowe, wywołane podwyższeniem stopy procentowej. Omówmy najpierw te ostatnie.

Gdy zobowiązania już zapadłe przewyższają wymagalne wierzytelności, które upoważniałyby do ciągnięcia regularnych trat, wówczas dług niepokryty winien być przeniesiony, sprolongowany do czasu, kiedy warunki ułożą się pomyślniej w związku z oczekiwanym wzrostem wierzytelności na zagranicę. Konieczna jest wówczas pomoc zagranicy w formie kredytu.

Z uwagi na mnogość i różnorodność tranzakcyj, których niepodobna stale kompensować, interwencja kredytu zagranicznego występuje nie tylko w okresach specjalnie trudnych, lecz bardzo często nawet w okresach uznanych za zupełnie „normalne”. Kredyt interwenjuje zawsze, jeżeli chodzi o dostarczenie środków płatniczych na zagranicę, celem zbilansowania codziennych operacji dewizami.

Formy, jakie przybiera kredyt zagraniczny, bywają

bardzo różnorodne, a więc kredyty wzajemne między bankami, kredyty handlowe i bankowe, pożyczki emisyjne, plasowane na zagranicznych rynkach lokacyjnych, kredyty spekulacyjne etc.

Kraj, który ma do uskutecznienia wielkie wypłaty na zagranicę i niezbędna mu jest pomoc kredytowa, podwyższa stopę dyskontową. Zwyżka stopy działa atrakcyjnie na kapitały zagraniczne, które napływają do kraju. Równocześnie wypłaty na zagranicę zostają wstrzymane. Zatrzymuje je wyższa remuneracja. Zatrudniają je banki i giełda. Banki zagraniczne przez swych korespondentów w kraju dyskontują efekty handlowe i zasilają rynek pieniężny dopływem nowych kapitałów.

Ponadto kompensacja zobowiązań z zagranicą będzie tem łatwiejsza, że dalszym skutkiem zwyżki stopy dyskontowej jest zniżka kursów papierów zwłaszcza o stałym dochodzie. Producenti, którzy z większym trudem mogą wówczas znaleźć gotówkę, próbują ją pozyskać za pomocą sprzedaży papierów wartościowych. Spadek kursu papierów giełdowych, zarówno krajowych jak i zagranicznych, wywołuje ich kupno w większej ilości przez banki zagraniczne w drodze arbitrażu, co może doprowadzić do tego, że dany kraj stanie się wierzycielem wobec zagranicy.

Nie należy zapominać, że dobry portfel papierów daje gwarancję, że uiszczenie zobowiązań zagranicznych może się odbywać bez większych kłopotów, zwłaszcza gdy w jego skład wchodzi walory, które mają zapewniony łatwy zbytny na rynku międzynarodowym. Pamiętamy, że był to jeden z zasadniczych środków finansowania wojny przez Anglię i Francję. Gromadzony przez długie lata z działalności kredytowej na terenie międzynarodowym, pozwolił przez długi stosunkowo okres pokrywać deficyt obrotu płatniczego państw sojuszniczych. Jest rzeczą niezmiernie charakterystyczną, że Anglia nie użyła tego środka w obronie swej waluty we wrześniu 1931 r., mimo że posiada poważny portfel walorów zagranicznych, oceniany na dzień 31 marca 1931 r. w raporcie lorda Mac Millana, przewodniczącego Comitee of Finance & Industry, na 4 miljardy funtów szterlingów. Portfel ten, złożony z akcji, obligacji, udziałów i in-

nych kapitałów długoterminowych, ulokowanych w kolo-njach i zagranicą, nie da się porównać z żadnym portfe-lem innego kraju¹.

W międzynarodowej gospodarce uporządkowanej mo-tywy, które kierują ruchem kapitałów, są takie same jak w wypadku towarów, z tą tylko różnicą, że kapitał posiada nieporównanie większą ruchliwość, szybkość i łatwość prze-noszenia się z miejsca na miejsce i jest pozatem dobrem ogólnie poszukiwanem. Oczywiście, zwyżka stopy nie da oczekiwanych wyników, gdy wejdą w grę czynniki natury perturbacyjnej z dziedziny gospodarczej względnie poli-tycznej.

O ile okoliczności, które wywołały podniesienie stopy dy-skontowej, miną, to możemy ją obniżyć, a kapitały obce prze-noszą się wówczas na inny rynek. Kredyt zatem nie reguluje długu, lecz odracza jego likwidację do lepszych czasów. Uży-teczność kredytów jest jednak chwilowa, ponieważ brak rów-nowagi długów i wierzytelności może być w ten sposób zała-twiony tylko prowizorycznie. Niezmiernie znamienny przykład pod tym względem stanowią Niemcy. W drugiem półroczu 1928 r., kiedy eksport długoterminowych kapitałów amerykańskich stracił poważnie na sile, rozpoczęła się na terenie między-narodowym bardzo wzmożona ekspansja kapitałów krótko-terminowych, która często przybierała charakter wybitnie spekulacyjny. Niemcy, nie mając dostatecznych wierzytel-ności, które mogłyby płacić długi, jak również ze względu na finansowanie krajowej produkcji, której stały rozwój jakoś-ciowy i ilościowy wymagał coraz większej ilości kapitałów, starały się zużytkować te ustawicznie błędzące po całym świe-cie kapitały krótkoterminowe i wyzyskać je w formie kredytu. Za możność trasowania w funtach angielskich, dolarach amerykańskich, we frankach francuskich etc. banki niemiec-kie ofiarowywały wzamian możność trasowania w markach. Rozumie się, że w zamiarach banków niemieckich była dąż-ność do uzyskania jaknajwiększych kredytów zagranicą z jednej strony, a z drugiej stworzenia takich warunków,

¹ Banque Nationale de Belgique, Bulletin d'Information et de Docu-mentation, VI. année, vol. II, Nr 5, 10 septembre 1931 „Le rapport Mac Millan“.

by posiadacze zagraniczni kredytów w markach nie skusili się na ich realizację. W związku z tem stopa procentowa w Niemczech zawsze była wyższa, aniżeli w jakimkolwiek kraju zainteresowanym. W ten sposób nietylko dało się uniknąć przez dłuższy czas niebezpieczeństwa realizowania trat w markach, lecz przy realizacji trat, wystawianych na mocy uzyskanych zagranicą kredytów, wzmogło się zapo-trzebowanie na marki, co doprowadziło nawet do importu złota w 1930, a nawet na początku 1931 r. Zręczna polityka Reichsbanku zdołała zaspokoić liczne żądania, pochodzące z wycofywania obcych kapitałów, jakie ujawniły się po ostatecznej ewakuacji Nadrenji w 1930 r. i zaburzeniach natury politycznej w związku z wyborami do Reichstagu. Ażeby podołać wypłatom zagranicznym, banki niemieckie ofiarowały bankom zagranicznym swoje portfele akcji i obli-gacyj, a Reichsbank realizował zapas dewiz oraz rezerwy kruszcowe. Jednakże środki te nie wystarczyły na długo dla powstrzymania niebezpieczeństwa. W lipcu 1931 r. w związku z rodzącą się paniką w Europie na skutek krachu Oester-reichische Credit-Anstalt w Wiedniu, kiedy kredyty pocho-dzące z zagranicy uległy już bardzo znacznemu zamrożeniu w miarę wzrastającej stagnacji życia gospodarczego, a do-pływ nowych kapitałów zupełnie ustał, kompensacja zobow-iązań napotykała nieporównane trudności, wybudowany na „lotnych piaskach“ gmach runął, grzebiąc w swych zgliszczach cały system finansowy świata.

Dla uratowania waluty niemieckiej okazało się nie-zbędnem oprócz moratorium Hoovera zastosowanie między-narodowej interwencji. Na skutek raportu Komitetu Eks-pertów, utworzonego z polecenia konferencji londyńskiej w 1931 r. „celem zbadania potrzeb udzielenia nowych kredy-tów, jak również możliwości konwersji na kredyt długoter-minowy części kredytu krótkoterminowego“, zawarto wów-czas zbiorową umowę t. zw. Standstill Agreement¹, na mocy której krótkoterminowe zobowiązania Niemiec zblokowano w jedną całość, rozkładając ich spłatę według zgóry ułożo-nego planu. W ten sposób marka niemiecka została izolo-

¹ względnie Stillhalten-Abkommen.

wana na międzynarodowym rynku dewiz. Zatomowany częściowo rozwój wypadków skierował swój nurt na Londyn, który w finansowaniu Niemiec międzynarodowymi kredytami krótkoterminowymi odegrał poważną rolę.

Z tego ogólnego przedstawienia mechanizmu rozrachunków międzynarodowych wynika, że każde państwo posiada różnorodne środki do swej dyspozycji, by utrzymać swój obrót płatniczy w równowadze. Jaka więc jest w tem wszystkim rola złota?

Rola złota jako instrumentu wymiany jest niewątpliwie drugorzędna. Staje się dopiero zasadnicza jako motor i regulator całego ruchu kapitałów, który służy do pełnej kompensacji długów i wierzytelności.

Zarówno długoterminowe operacje kredytowe, które obciążają na przyszłość rozwój danego kraju, jak również operacje kredytu krótkoterminowego, które wyrażają się w chwilowym dopływie kapitałów i zadłużają kraj na pewien okres czasu, czy też wreszcie sprzedaż portfeli walorów zagranicznych służą do zapobiegania eksportowi złota. U podstawy tych operacji jest zwyczajka stopy dyskontowej, którą bank biletowy podwyższa dla obrony swych rezerw kruszczowych. Jeżeli arbitraż walorów oraz kredyty zagraniczne nie wystarczają na pokrycie potrzeb obrotu płatniczego, wówczas złoto pokrywa resztę. Wysyłka złota nie tylko koryguje kursy zagraniczne, lecz z drugiej strony stwarza na rynku, na który przychodzi, tak pomyślne warunki dla rozwoju kredytu i jego zagranicznej ekspansji, iż stopniowo może to oddziaływać na zatomowanie dopływu kruszczu.

Ten elastyczny i delikatny mechanizm kredytu międzynarodowego, który dawniej funkcjonował mniej więcej zadowalająco, został zburzony przez wielką wojnę. Później z niepomiernym trudem zaledwie częściowo odbudowany, załamał się w r. 1931 wraz z odstąpieniem całego szeregu państw od waluty złotej.

Złoto, które jest podstawą międzynarodowego kredytu, już przed wojną było przedmiotem krytyki, a po wojnie zostało zaatakowane ze wzmożoną siłą. Spiętrzone trudności walutowe dały posiew do wielu doktryn ekonomicznych,

uznających złoto za niepotrzebne, a nawet niebezpieczne, ponieważ spowodowało światowy spadek cen. Ze względów zrozumiałych uchylamy się od dyskusji na ten temat. Chcielibyśmy natomiast zwrócić uwagę na niezmiernie daleko idące zdeformowanie funkcjonowania waluty złotej, a raczej tylko na jedną jego konsekwencję t. j. na wielkie trudności, jakie obecnie rezerwy złota mają do pokonania przy wypłatach międzynarodowych.

Wybitną cechą powojennych systemów walutowych jest fakt, że złoto z wyjątkiem Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej zupełnie zostało usunięte z obiegu wewnętrznego. Zarówno system walutowy, oparty na t. zw. gold bullion standard, jak też bardziej na t. zw. gold exchange standard, nie przewiduje wogóle wymienialności biletów na złoto dla szerokiej publiczności. Również przy powojennym systemie gold specie standard wymienialność biletów została statutowo ograniczona wyłącznie do Zakładu Centralnego, a poza tem uwzględniane są tylko kwoty, przewyższające pewne minimum, które np. we Francji wynosi 215 tys. ffrs.¹ Faktycznie biorąc, po wojnie światowej prawo wymienialności biletów przysługuje zaledwie nieznacznej mniejszości posiadaczy biletów, głównie zaś bankom arbitrażującym.

Ograniczenie wymienialności biletów, podyktowane dążeniem do „oszczędzania złota“, do walki z jego ewentualną tezauryzacją, spowodowało daleko idące przemiany w całym systemie pieniężno-kredytowym czasów powojennych.

Poza niewątpliwą wartość momentem psychologicznym, jeżeli chodzi o zaufanie do waluty, obowiązek wymiany za okazaniem biletów na złoto stanowi nie tylko zasadniczy element w regulowaniu granic emisji, lecz również w zabezpieczeniu przed inflacją kredytu. To doniosłe zadanie polityki walutowej stało się o wiele trudniejsze, skoro wycofane z obiegu złoto zostało zastąpione biletami i to na znacznie większą ilość. O ile dawniej znaczna część obiegu zwłaszcza w złocie ulegała tezauryzacji, o tyle obecnie znaczna część biletów wpływa do banków prywatnych, ponieważ publicz-

¹ Kwota ta, odpowiadająca mniej więcej wartości przeciętnej sztaby złota, ustalana jest od czasu do czasu na podstawie porozumienia między Ministerstwem Finansów i Bankiem Francuskim.



ność coraz bardziej odzwyczaja się od posługiwania się biletami, a coraz częściej w użyciu są чеки. Banki prywatne, utrzymując stosunkowo nieznaczne pogotowie kasowe, mogły w niepomiarowy sposób rozbudować kredyt i odpowiadające im depozyty. Wiadomo powszechnie, że banki stają się coraz w wyższym stopniu wierzycielami aniżeli dłużnikami swych depozytariuszów. Dzięki technice bankowej, opartej na virement i kompensacji, banki mogą przetwarzać w nieustannie zwiększającej się skali pieniądź z obiegu biletowego na pieniądz kredytowy pod postacią obiegu wkładów. Obieg wkładów i związana z nią rozbudowa kredytów dokonuje cudów rozwoju.¹ Dla ilustracji warto przytoczyć, że w Stanach Zjednoczonych A. P. od czasów zawarcia pokoju t. j. mniej więcej od połowy 1919 r. do połowy 1929 r., zapas złota monetarnego wzrósł z 3.113 milj. na 4.324 milj. dolarów t. j. o 1.421 milj. dolarów, podczas gdy indywidualne depozyty, t. zn. po wyeliminowaniu depozytów międzybankowych, zwiększyły się z 32.629 milj. na 53.852 milj. dolarów t. j. o 21.223 milj. dolarów, zatem w ciągu pierwszych dziesięciu lat powojennych na przyrost każdego dolara w złocie przypada 14,94 dolara przyrostu indywidualnych depozytów.²

Otóż bank biletowy formalnie ma obowiązek wydawać złoto tylko za bilety, jednakże, z uwagi na konieczność zapewnienia wypłat zagranicznych, siłą rzeczy podejmuje ciężar wymiany na złoto nie tylko wypuszczonych biletów, lecz całości obiegu, opartego na masie depozytów, której wysokości nie jest w stanie ani określić ani nawet dostatecznie kontrolować. Depozyty te mogą w pewnych warunkach zaciążyć poważnie nad obrotem płatniczym z zagranicą i w konsekwencji na kursach zagranicznych. Kursy te zawierają w sobie możliwości zmian, przed którymi zaledwie w małym stopniu zabezpieczają rezerwy kruszcowe. Zależą one natomiast w daleko wyższym stopniu od wielkości masy depozytów i ich zdolności do wymiany na walutę zagraniczną. Ucieczka kapitałów, której impulsy znajdować się mogą

¹ Mireau E., Le miracle du crédit.

² The National City Bank of New York — N. York, September, 1930: „Gold Stock & Bank Credit since 1914“.

równie dobrze w kraju, jak zagranicą, zaczyna się najczęściej od depozytów bankowych jako najłatwiejszych do zmobilizowania. Bardzo liczne dowody tego znajdujemy w okresie powojennym. W odniesieniu do wydarzeń, poprzedzających odstąpienie Anglii w 1931 r. od systemu waluty złotej, stwierdził prof. J. M. Keynes¹, że wahania waluty angielskiej, które naraziły funt angielski na niebezpieczeństwo, nie pochodziły bynajmniej z obrotu bieżącego bilansu płatniczego, lecz z masowego transferu kapitału zagranicę, wynikłego z utraty zaufania do waluty angielskiej. Nietylko uległy wycofaniu obce kapitały, lecz nastąpiła również ucieczka kapitałów angielskich, które dopiero później powróciły do Londynu. Otóż zaufanie jest elementarnym warunkiem funkcjonowania waluty złotej, jak to mocno podkreślił profesor F. Młynarski w swym memorjale, złożonym Delegacji Złota przy Komitecie Finansowym Ligi Narodów. Żaden bowiem system walutowy nie wytrzyma w dzisiejszych warunkach transferu masowego odpływu kapitałów. Nie też dziwnego, że pod jego naporem załamał się system waluty złotej. Nietyle więc złoto jest nieodpowiednie jako podstawa waluty, ile należy dążyć do zmiany tych czynników zupełnie niemonetarnej natury, które zawsze grozić będą każdemu systemowi waluty. Nie zapominajmy, jak pisał zgórą przed pół wiekiem Ludwik Wołowski, że nie należy mieć żalu i pretensji do barometru za to, iż rozpuściła się burza.

Po ogólnem omówieniu mechanizmu rozrachunków międzynarodowych, zwrócimy uwagę na praktyczną organizację t. zw. rynku dewizowego.

Ażeby zlikwidować transakcję z zagranicą, należy dokonać transferu kapitału pieniężnego z kraju do kraju czyli dokonać wypłaty w danym kraju i w jego walucie, jeżeli umowa, która jest prawem dla stron, nie stanowiła inaczej np. w jakiejś trzeciej walucie. Należy więc wymienić krajowe środki płatnicze na zagraniczne, ponieważ waluta krajowa posiada prawną moc zwalniania ze zobowiązań tylko w granicach swego państwa.

¹ W artykule „Reflections on the Sterling Exchange“, zamieszczonym w Przeglądzie miesięcznym Lloyds Bank Limited, kwiecień 1932 r.

Czynności, polegające na nabywaniu względnie sprzedaży zagranicznych środków płatniczych, nazywamy operacjami dewizowymi. Ich zadaniem jest nie tylko spłata zobowiązań zagranicznych lub realizacja wierzytelności, lecz również wyciąganie korzyści z fluktuacji kursów zagranicznych czyli ceny waluty zagranicznej w walucie krajowej.

Pojęcie walut zagranicznych w operacjach dewizowych jest bardzo szerokie i obejmuje wszystkie środki płatnicze, jakie wierzyciel zgodzi się zaakceptować. Efektywna waluta w formie monet i biletów banku centralnego znajduje znakomite zastosowanie w międzynarodowych wypłatach pieniężnych. Najczęściej natomiast używa się surogatów pieniądza w formie czeku, przekazu lub weksla. Te właśnie środki płatnicze, zwane dewizami, regulują zobowiązania wobec zagranicy.

Dewizy stanowią przedmiot handlu dewizami, którego zadanie polega na wyrównywaniu popytu i podaży dewiz. Pośrednictwo w handlu dewizami okazało się niezbędne, ponieważ zaofiarowanie i zapotrzebowanie dewiz pochodzi zazwyczaj z transakcji różnych co do kwoty, terminu płatności, a nawet rodzaju waluty, w której ma być dokonana wypłata. Niepodobna więc szukać osób, które mogłyby zaofiarować odpowiednie środki płatnicze.

Handel dewizami, którego początki tak dawne, jak wymiany zagranicznej, sięgają w głąb historii do odległych czasów Babilonu i Egiptu, znajdował się zawsze w rękach pośredników-bankierów. W starożytnej Grecji nazywali się oni „trapezoí“, a u Rzymian „argentarii“. Już w średniowieczu utarła się nazwa „kambistów“ od „cambiare“ — wymieniać, a wymianą pieniędzy zajmowali się lombardowie, templariusze i żydzi. Po polsku nazwijmy ich wekslarzami, mimo że nazwa ta zupełnie nie jest w użyciu.

Jeżeli w handlu dewizami występują krajowi pośrednicy, to nazywamy to krajowym handlem dewizami; kiedy zaś występują pośrednicy zagraniczni — międzynarodowym handlem dewizami.

Handel dewizami może mieć za podstawę bardzo różnorodne operacje. Z tytułu zagranicznej wymiany dóbr i usług powstają rozmaite efekty. Efekty te mogą być wy-

stawione bądź przez zagranicę na dany kraj, bądź w danym kraju na zagranicę lub wogóle w jakimś trzecim kraju. Ich formę utarły już zwyczaje handlu międzynarodowego pod postacią konosamentów, akredytyw, trat, rymes etc. Wpływają one do banku nie tylko do inkasa lub dokonania wypłaty, lecz wogóle jako podstawa operacji kredytowych banku, mających na celu ułatwienie procesu wymiany międzynarodowej. Poza tem z handlu dewizami korzystają operacje czysto finansowe, związane z plasowaniem emisji zagranicą, z przekazywaniem funduszy na obsługę emisji na wypłatę kuponu i umorzonych papierów, z transakcjami dokonywanymi na giełdach zagranicznych, z przesyłaniem depozytów zagranicę, względnie ich repatracją, zależnie od stanu rynku pieniężnego, od jego większej lub mniejszej płynności i dążenia do uzyskania wyższej stopy procentowej. Wkońcu handel dewizami winien nie tylko pokryć zapotrzebowanie dewiz, wynikające z wymiany zagranicznej, lecz zadośćuczynić również potrzebom arbitrażu, którego rola w technice obrotu płatniczego jest szczególnie doniosła.

Handel dewizami koncentruje się obecnie w wielkich bankach. W wielkich — dlatego, że handel ten wymaga utrzymywania stałych stosunków z korespondentami zagranicznymi w celu posiadania nieustannych informacji o tendencjach kursów. Związane z tą czynnością urządzenia techniczne są bardzo kosztowne, jak bezpośrednie połączenia telefoniczne z ważniejszymi maklerami (brokerami) dewizowymi oraz z rynkami zagranicznymi, urządzenia telegraficzne w gmachu banku, stacja radiowa etc. Ponadto koszty korzystania z tych urządzeń są bardzo poważne. Ażeby operacje arbitrażowe, będące najkorzystniejszą formą regulowania wypłat międzynarodowych, opłacały się ze względu na ich stosunkowo minimalny zysk, trzeba dokonywać ich w wielkiej ilości. Wymagają one niejednokrotnie bardzo poważnych sum obrotowych, na co może sobie pozwolić tylko bank, rozporządzający większymi środkami. Bank taki posiada poza tem wysoki standing, przez co wzbudza większe zaufanie, że dotrzyma zobowiązań dewizowych. Banki, nieposiadające tych warunków, mogą tylko spełniać zadanie dalszych agend, pośredniczących w handlu dewizami.

W obrębie banku skupia się w wydziale dewizowym całe zapotrzebowanie i zaofiarowanie obcych środków płatniczych, pochodzące z poleceń kupna i sprzedaży od klientów. Następuje tu pierwsza kompensacja. Banki nabywają wierzytelności, które inkasują u korespondentów zagranicznych. W ten sposób uzupełniają swój zapas dewiz, z którego trasują w wypadku sprzedaży wypłat na zagranicę w formie czeków i przekazów. Banki starają się utrzymać zapas dewiz na poziomie normalnych potrzeb.

W razie nadwyżki lub niedoboru likwidują się salda na t. zw. rynku dewizowym, na którym następuje dalsza kompensacja wierzytelności i zobowiązań. Banki, posiadające nadmiar dewiz na pewien kraj, ofiarowują je tym bankom, które ich poszukują. Dzieje się to bądź bezpośrednio między bankami, bądź za pośrednictwem wyspecjalizowanych w tym kierunku maklerów dewizowych na t. zw. wolnym rynku dewiz. Z pośrednictwa giełdy korzystają banki dopiero wówczas, gdy nie mogą między sobą pokryć wzajemnego zapotrzebowania.

Giełdy stanowią rynek oficjalny dewiz. Są one otwarte przeważnie przez 1 godzinę w ciągu dnia o ściśle określonej porze. Giełda warszawska dla operacji dewizowych jest czynną od 12 do 13,30, paryska od 13,30 do 14,30 i t. d. Notowania, obejmujące głównie przekazy telegraficzne i чеки, Komitet Giełdowy publikuje w urzędowej Cerdzie Giełdowej, zależnie od przyjętej metody notowania kursów. Istnieją dwa sposoby notowań: certain i uncertain.

Notowania „certain“ polegają na tem, że wartość krajowego pieniądza wyraża się w walutach obcych. Pieniądz krajowy jest więc wielkością stałą, a zmienia się wielkość kursów zagranicznych. Miernikiem wartości pieniądza krajowego jest wartość dewiz czyli „towaru“. Wygląda to, jak gdyby wartość jednostki monetarnej wyrażono w formie tyłu a tyłu kilogramów jakiegoś towaru. Sposób ten posiada tę niezaprzeczoną praktyczną zaletę, że bez obliczeń można zorientować się w kursie danego pieniądza na innych rynkach, które notują „uncertain“ t. zn. że kursy zagraniczne oceniane są w walucie krajowej. Waluty obce są wtedy traktowane jako towar, posiadają więc cenę, która ulega zmianom. System

„certain“ przyjęty został głównie w Anglii, większość natomiast rynków notuje „uncertain“.

Jeżeli przyjęty został system notowań „uncertain“, to podwyższenie się kursów zagranicznych oznacza ich podrożenie. Kursy tanieją, gdy spadają. Wręcz przeciwnie należy rozumować w Londynie. Jeżeli tu kursy podnoszą się, to znaczy, że za 1 funt szterling można dostać większą ilość np. złotych, franków francuskich etc., słowem kursy tanieją. Natomiast w wypadku, gdy kursy obniżają się, to dowód, że drożeją: za 1 funt szterling otrzymamy mniejszą ilość złotych, franków francuskich etc.

Notowania kursów wzbudzają dziś ogólne zainteresowanie i publikują je niemal wszystkie dzienniki. Ukazują się pozatem na wielkich rynkach dewizowych, jak Londyn, Amsterdam, New York, Bruksela, Paryż i t. p. codzienne, wydawane przez agencje i banki ceduły prywatne, które niejednokrotnie są bardziej szczegółowe od oficjalnych. Olbrzymi rozwój operacji dewizowych musiał siłą rzeczy wyjść poza ciasne ramy giełd. Operacje dokonywane na giełdach zmalały, ponieważ ich użyteczność traci na znaczeniu. Niepodobna czekać z operacjami arbitrażu na otwarcie giełdy i przeprowadzić wszystkie transakcje w ciągu godziny.

Rynek oficjalny coraz bardziej zastępowany jest przez rynek wolny zorganizowany, który pracuje poza giełdą. Londyn i New York nie posiadają wogóle giełd dewizowych mimo nieporównanej ilości transakcyj dokonywanych codziennie. Wprawdzie rynek wolny jest „nielegalny“, ponieważ nie posiada mocy prawnej, i notowania na tym rynku wymagają uznania de jure ze strony czynników miarodajnych giełdy np. we Francji Izby Syndykalnej Agents des Changes, lecz ta, nie mając innego materiału, opiera się na notowaniach wielkich banków.

Pozatem banki bardzo często rezygnują z pośrednictwa giełdy nawet w wypadku, kiedy nie mogą między sobą wyrównać nadmiaru, względnie niedoboru dewiz. Wolą bezpośrednio traktować z zagranicą w kraju zainteresowanym lub trzecim w drodze arbitrażu. Będąc ze swymi korespondentami w stałym kontakcie telefonicznym, mogą w każdej chwili poinformować się o stanie rynku, zwłaszcza gdy

chodzi o zaspokojenie większych sum lub o dewizy, które nie korzystają z t. zw. „szerokiego rynku“, to znaczy, gdy transakcje temi dewizami odbywają się stosunkowo rzadko.

Dewiz o nieregularnych notowaniach należy szukać w t. zw. centrach dewizowych, które są w stanie dysponować wszelkimi dewizami. Takim centrem były w starożytności Ateny i Rzym, w średniowieczu Florencja dla Europy i dalekiego Wschodu, po odkryciu Ameryki — Amsterdam, wreszcie — Londyn. Londyn rozporządza wielkimi zapasami dewiz na wszystkie kraje, ponieważ odgrywa niezwykle doniosłą rolę jako pośrednik w międzynarodowej wymianie towarów i kapitałów. „Dla nieobeznanych z tego rodzaju kwestjami trudno będzie na pierwszy rzut oka wynaleźć przyczyny, zmuszające dotąd wiele krajów do obierania Londynu za ognisko swoich interesów pieniężnych zagranicą. Dlaczego kupiec wschodnioindyjski, wysyłający towar do Ameryki, trasuje na Londyn, nie na New York..., przyczyny tego należy szukać w kredytach, udzielanych przez bankierów londyńskich oraz w tem, że domy londyńskie są lepiej znane w szerokim świecie jako rozciągające swoje czynności do wszystkich jego krańców, co akceptowi tych firm nadaje zupełnie inne znaczenie, aniżeli posiadaćby mogły weksle na również bogatych bankierów... innych krajów“¹.

Dzięki nieporównanej organizacji banków, City Londynu stało się wielkim międzynarodowym rezerwoarem wolnych kapitałów. Centrum finansowe w wielkim stylu, jak Londyn, jest rynkiem o wielkich rozmiarach dla każdego rodzaju transakcyj i zawsze przedstawia wiele możliwości korzystnej lokaty. Banki niemal wszystkich krajów starają się tam przechowywać część swych płynnych środków, przeznaczonych na nieustanne wypłaty z tytułu różnorodnych obrotów, dokonywanych za pośrednictwem Londynu. Równocześnie angielski funt szterling stał się *par excellence* pieniądzem międzynarodowym. Za pośrednictwem funta dokonuje się wielka ilość transakcyj, które pochodziły z ruchu kapitałów pieniężnych w innych dewizach. Odnosi się to

¹ Goschen G. J., Teoria kursów zagranicznych, tłum. A. Peretza, Warszawa 1895, str. 22—23.

szczególnie do wszystkich transakcyj w dewizach nieregularnie notowanych, a które w Londynie prawie zawsze były obficie zaofiarowane. Poza tem wielka ilość kontraktów, zawieranych w różnych stronach świata, opiewała na walutę angielską wyłącznie w celu posiadania wspólnej miary, której stałość uznana była dotychczas przez wszystkich za niewzruszony dogmat.

Dominujące stanowisko Londynu od czasów G. J. Goschena nieco podupadło. Stało się to nie tylko na skutek większej bezpośredniości stosunków handlowych, lecz również na skutek konkurencji ze strony innych rynków, a przede wszystkim New Yorku. Dolar Stanów Zjednoczonych A. P. przed wojną nigdzie oprócz Londynu nie miał bezpośrednich notowań, a nawet w tak bliskim sąsiedztwie, jak Buenos Aires, wogóle oficjalnie nie był notowany. Obecnie jest również walutą „*par excellence*“ międzynarodową. Nawet wydawało się w pierwszych latach po zawieszeniu broni, że Londyn straci swą supremację na rzecz New Yorku, ponieważ nie można było operować z Londynem na normalnej bazie złota. Sytuacja taka powtórzyła się po katastrofie funta szterlinga w 1931 r.¹ Znaczne oscylacje kursu funta uniemożliwiają Londynowi spełnianie swej tradycyjnej roli w międzynarodowym świecie interesów, mimo że doświadczenie wykazało nieporównaną jego w tym kierunku adaptację.

2. Rola operacji terminowych dewizami.

Każda operacja dewizowa zawiera w sobie ryzyko, ryzyko możliwości zmian kursów zagranicznych. Kursy bowiem podlegają nieustannej fluktuacji. Jej znaczenie dla handlu dewizami jest niezmiernie doniosłe, ponieważ od jej minimalnych nawet wahań zależy nieraz zysk względnie strata dokonywanej operacji. W tych warunkach umiejętność taniego kupna dewiz jest najistotniejszą zaletą wekslarza. Ażeby dokonać jaknajkorzystniejszego zakupu lub sprzedaży dewiz, wekslarz musi się orjentować szybko i dokładnie w sytuacji na rynku oraz w nieustannych fluktuacjach kur-

¹ Tym razem na korzyść Paryża.

sów. Musi go cechować trafność oceny faktów i przewidywania, co niejednokrotnie jest raczej wynikiem wrodzonych właściwości umysłu, aniżeli teoretycznego przygotowania.

Pozostawiając kwestję teoretycznego oświecenia głównych przyczyn wahań kursów zagranicznych pracom, specjalnie temu zagadnieniu poświęconym, ograniczamy się jedynie do stwierdzenia, że ciągle wahania kursów, zmieniających się nieraz kilkakrotnie w ciągu jednego dnia, są wyrazem ustawicznego poszukiwania i zaofiarowywania wypłat na zagranicę. Jeżeli popyt i podaż wyrównują się t. zn. gdy na rynku znajduje się identycznie ta sama ilość dewiz, jakiej poszukujemy, wówczas wymiana będzie uskuteczniiona po kursie najbardziej zbliżonym do równi. Gdy zapotrzebowanie przewyższa zaofiarowanie, kursy dewiz będą miały tendencję zwykłą. I odwrotnie, przy większej podaży posiadacze dewiz chętniej poniosą ofiarę za natychmiastową możliwość rozporządzania swym kapitałem i zgodzą się zaakceptować niższy kurs dewizy.

Jeżeli transakcje dotyczą walut, opierających się na złocie, amplitudy wahań kursów zagranicznych mogą być ujęte w pewne ramy, zwane punktami złota. Kursy zagraniczne nie mogą wówczas spaść znacznie poniżej równi, ponieważ żaden posiadacz dewizy, dzięki wymienialności biletów na złoto, nie zgodzi się ponieść większej straty, aniżeli w wypadku, gdy zainkasuje dewizę zagranicą i każe przysłać złoto. Kursy zagraniczne nie mogą się podnieść również zbyt wysoko, lecz tylko do tego stopnia, że opłacać się będzie wysłanie złota zagranicę.

Jest oczywistą rzeczą, iż regulowanie złotem zobowiązań z zagranicą jest formą najmniej wygodną. Pociąga to bowiem za sobą koszty związane z transportem i ubezpieczeniem, a ponadto naraża na stratę czasu i procentów od kapitału. Koszty te zaoszczędzamy całkowicie przez spłatę długu dewizami przy kursie, odpowiadającym równi. Wielkość natomiast zaoszczędzonych kosztów zmniejsza się w miarę, jak kursy się podnoszą i za dewizę trzeba zapłacić powyżej parytetu, lub gdy spowodu obniżenia się kursów za dewizę można otrzymać mniejszą kwotę, aniżeli ustawowo upoważnia nas dewiza. Oszczędność ta wreszcie znika, gdy

spadek względnie zwyżka kursów przekraczają koszty wysyłki złota. Regulowanie zobowiązań złotem jest wówczas tańszym środkiem uiszczenia długu, innemi słowy, transakcja dokonana za pośrednictwem złota „odbywa się bez straty“. W ten sposób tworzą się punkty złota: dolny punkt dopływu złota t. zn. taki kurs dewizy poniżej równi, od którego począwszy korzystniej jest dla wierzyciela zażądać przysłania na własny rachunek złota, aniżeli sprzedać dewizy, oraz górny punkt odpływu złota t. j. taki kurs dewizy powyżej równi, od którego począwszy korzystniej jest wysłać złoto na własny rachunek, aniżeli kupować dewizę. Punkty złota określają granicę wahań, poza obręb których naogół kursy nie wykraczają. Rozpiętość wahań jest dla każdej dewizy inna i zwiększa się zależnie od odległości i kosztów transportu złota. Na granice oscylacji wpływa również wysokość stopy procentowej, która jest miarą straty na odsetkach od kapitału przez czas trwania transportu.

Wahania kursów będą jednakże wykraczać poza granice punktów złota, gdy bank biletowy wprowadzi jakiegokolwiek utrudnienia w wydawaniu złota. Wówczas złoto stanie się droższe i eo ipso nie będzie nadawać się, jak dawniej, do eksportu. Punkt odpływu kruszcu się podniesie. Zanim złoto wyemigruje z kraju, kursy będą zwyżkować w takim stopniu w jakim de facto podwyższoną zostanie cena szlachetnego metalu. Przykłady takiej polityki spotykamy przed wojną. Wystarczy przypomnieć znaną politykę premjową bierną Banku Francuskiego. Niebrak ich również wśród niedawnych jeszcze wydarzeń na tle cichej, lecz zaciętej walki, jaka się toczy między bankami biletowymi o złoto. Z obawy o swe rezerwy szukają one środków, któreby przynajmniej na jakiś czas pozwoliły powstrzymać odpływ kruszcu zagranicę. Środkami temi, przypominającemi grosso modo politykę premjową bierną, tak ostro dawniej krytykowaną, nie pogardziła i Anglja w r. 1930, gdy każdy większy odpływ złota z Londynu czynił obronę funta coraz trudniejszą z uwagi na groźbę restrykcji kredytowych i zwyżkę stopy procentowej, czego ze względów politycznych i społecznych chciała za wszelką cenę uniknąć. W zamiarze więc utrudnienia, a tem samem opóźnienia

odpływu złota, kiedy rynek francuski od maja 1930 r. ścigał depozyty z Londynu w związku z emisjami przewidzianymi planem Younga¹, Bank of England obwieścił², że nie będzie więcej sprzedawał, jak to robił dotychczas, czystego złota, lecz tylko sztaby 916²/₃ próby, zgodnie zresztą z przepisami statutowymi. Banque de France natomiast, jak zresztą i inne banki biletowe, kupował tylko czyste złoto 995 próby. Arbitrażyści francuscy byli więc zmuszeni przetapiać na własny koszt złoto, otrzymane z Banku Angielskiego. I w tym względzie powstały trudności, gdyż zdolność produkcyjna rafinerji londyńskich okazała się niewystarczającą w stosunku do otrzymanych zleceń. Trzeba byłoby więc zamówienia rozłożyć na szereg miesięcy, co jest połączone z poważną stratą czasu i procentów. W ten sposób mechanizm punktów złotych przestał funkcjonować. Podaż funta angielskiego ze strony banków francuskich nie miała innych odbiorców, jak tylko arbitrażystów, których środki płynne zostały zaangażowane całkowicie w rafinerjach londyńskich. Nie znajdując żadnego oparcia w transportach złota, kurs funta zaczyna zniżkować z przeciętnego poziomu w kwietniu 1930 r. 124,12 ffrs za 1 funt na 123,81 w czerwcu. Wreszcie w grudniu tego roku kurs spadł do przeciętnego poziomu 123,60, t. zn. o 30 punktów poniżej kursu dopływu złota do Francji.³ Tak poważny spadek funta angielskiego na rynku paryskim w końcu r. 1930 pozostawał w związku z wycofywaniem depozytów przez banki francuskie w celu zwiększenia swego stanu pogotowia kasowego wobec fali upadłości, jaka w tym czasie nawiedziła Francję.

Dopiero specjalna umowa Banku Francuskiego i Angielskiego z dnia 15 stycznia 1931 r. położyła kres tej dezorganizacji kursów. Bank Francuski, chcąc uchronić wierzycieli francuskich przed nadmierną stratą na kursie, zgodził się w końcu na przyjmowanie złota 900 próby.

W innym kierunku poszła interwencja Banku Francu-

¹ Subskrypcje akcji Banku Wypłat Międzynarodowych oraz obligacji z t. zw. pożyczki Younga.

² 12 czerwca 1930 r.

³ Revue d'Economie Politique: „La France économique”—Annuaire pour 1930, str. 469.

skiego w r. 1931, gdy kurs dolara w Paryżu spadł poniżej punktu dopływu złota. Kiedy bowiem pod wrażeniem załamania się funta angielskiego kapitały masowo poczęły opuszczać Stany Zjednoczone A. P. i kurs dolara w Paryżu kształtował się na poziomie \$ 1 = 25,40 ffrs., t. j. na punkcie przypływu złota do Francji, zupełnie nieoczekiwanie 22 lutego 1932 r., w okresie ogólnego spadku cen, frachty amerykańskich linii okrętowych na przewóz złota nagle podrożały. Zwiększone koszty transportu podniosły punkt odpływu złota z Ameryki, pozwoliły zwyżkować kursom zagranicznym i mimo to nadal regulować zobowiązania dewizami. Kurs 1 dolara w Paryżu spadł do 25,355 ffrs. Fakt ten spotkał się z akceptacją ze strony Banku Francuskiego, który, nie widząc żadnego celu w absorbowaniu złota amerykańskiego, przez zwiększenie kosztów mennicznych z 20 ffrs. na 40 ffrs. od klg. złota obniżył punkt przypływu złota do Francji. Kurs dolara, przy którym wówczas opłacało się importować kruszec z Ameryki, spadł mniej więcej do poziomu 25,35 ffrs.

Późniejsza ewolucja kursu dolara wskazuje, że nawet w wypadku, gdy ruchy złota nie są niczem krępowane, kurs waluty, opartej na złocie, może spaść poniżej punktu złotego. Miało to miejsce w ciągu kwietnia, maja i pierwszych dni czerwca 1932 r., kiedy kurs dewizy amerykańskiej dochodził w Paryżu do 25,32 ffrs.

Wręcz odwrotne zjawisko możemy obserwować pod koniec 1932 r., kiedy dolar w Paryżu zwyżkuje z przyczyn, które dokładnie omówimy potem. Od 4 listopada do 8 grudnia tego roku kurs dolara wzrósł mniej więcej z 25,41 ffrs. na 25,6125 ffrs., t. j. do punktu odpływu złota do Ameryki przy uwzględnieniu najszybszej przesyłki okrętowej, trwającej z Havre'u do New Yorku 4¹/₂ dnia. Różnica kursu w ciągu 5 tygodni wyniosła 20 punktów, a w porównaniu z majem tego roku 30 centimów na dolarze. Kurs ten 12 grudnia wzrasta do 25,6225 ffrs., a 15 stycznia 1933 r. osiąga 25,635 ffrs. Rekordowy ten kurs, nienotowany od ustawowej stabilizacji franka (25 czerwca 1928 r.), był wynikiem dostosowywania się rynku do sztucznego podwyższenia punktu odpływu złota z Francji do Ameryki w związku z nowymi wymaganiami

o przyjmowaniu złota przez Bank Rezerwy Federalnej w New Yorku.

„Dotychczas — pisze korespondent paryski „Neue Züricher Zeitung“¹ — przyjmowane było złoto czyste 995,10 próby. Na mocy nowych postanowień będą w przyszłości przyjmowane sztaby złota przynajmniej 995,20 próby. Oprócz tego Bank Rezerwy Federalnej zwiększył swe wymagania co do formy sztab złotych. Przy arbitrażu złotem należy wliczać przeto jeden punkt na dolara na ewentualne koszty uszkodzenia“. Należy wyjaśnić, że Francja reeksportowała sztaby złote, które już raz przepłynęły Atlantyk. Bank Rezerwy Federalnej uważa jednak, że złoto mogło być uszkodzone i wymaga przetopienia, co powoduje koszty i stratę czasu.

„Co do podstaw tych zarządzeń Banku panuje jeszcze w Paryżu zupełny brak wiadomości. Nie jest wykluczone, że w Ameryce bardzo niechętnie będzie widziane spotęgowanie odpływu złota z Francji, zwłaszcza, że francuska teza w kwestji długów zyskałaby nowy argument“².

Doświadczenie wykazuje więc, że waluta złota nie umożliwia znacznych wahań kursów zagranicznych, jak również nie chroni przed ewentualnością poważnych z punktu widzenia handlu dewizami strat na kursie. Rozwój kursu funta angielskiego w 1930 r. oraz dolara Stanów Zjednoczonych A. P. niezbicie dowiódł, że mimo nieustannej wymienialności biletów na złoto, oscylacje kursów mogą przybrać stosunkowo duże rozmiary.

Niewątpliwie walka o złoto, jaka się toczy między bankami biletowymi, nabrała wyższego napięcia w ciągu ostatnich lat. Lecz istniała ona zawsze, również przed wojną. Jednakże, gdyby nawet wyeliminować okresy wyjątkowego napięcia kursów dewiz i wziąć pod uwagę jedynie możliwości wahań zawarte w granicach punktów złotych, uznanych przed kryzysem finansowym 1931 r. za „normalne“, to ewentualność strat z tego tytułu jest stosunkowo wysoka i może sięgać np. dla New Yorku w stosunku do Pa-

¹ Handelsteil der N. Z. Z., nr 105 z 18 stycznia 1933 r.

² Ibidem.

ryża i Berlina do 0,8% i 1,1% przy stopie procentowej 4 od sta.¹

Nie trzeba wyjaśniać, że skala rozpiętości wahań kursów niepomrotnie się zwiększa przy walucie papierowej. Ryzyko kursowe teoretycznie jest wówczas nieograniczone.

Z punktu widzenia operacji dewizowych znaczenie wahań kursów zagranicznych jest niezmiernie doniosłe, gdy się zważy, że operacje te, zarówno na rachunek klientów jak arbitrażu, sięgają na rynkach Londynu, New Yorku, Paryża i t.p. bardzo poważnych kwot. Różnica nawet o kilka napozór nieznacznych punktów może być decydująca dla danej operacji. Strata może okazać się tak wielką, że skonsumentuje cały zysk operacji dewizowej, zwłaszcza że różnice stopy procentowej na różnych rynkach pieniężnych są obecnie naogół nieznaczne. Na rynku, na którym się lokuje kapitały krótkoterminowe, stopa bywa przeważnie niewiele wyższa, aniżeli na rynku, który rozporządza nadmiarem kapitału i zamierza go ulokować gdzieindziej. Wyjątkiem był okres giełdowego boomu amerykańskiego, kiedy stopa call money przekraczała w New Yorku 10%. Nie wchodzi tu również pod uwagę rynki mało znane lub budzące nieufność co do ich politycznego lub gospodarczego rozwoju.

Ryzyko kursowe, zawarte w operacjach dewizami, wykracza poza ramy ścisłej kalkulacji. Operacje tego rodzaju nie mogą więc być przedmiotem normalnej działalności bankowej oraz handlu zagranicznego. Zarówno eksporter, który wywiózł swoje towary zagranicę, jak również bank, który przez zakup dewiz przeniósł swój kapitał depozytowy zagranicę, zachęcony wyższą stopą procentową, nie ma najmniejszego zamiaru realizować dodatkowych zysków, które zresztą nieoczekiwanie mogą przekształcić się na straty, lecz otrzymać tylko to, co mu się rzeczywiście należy, a więc równowartość kwoty wypożyczonej. Biorąc na siebie ryzyko kursowe, wkracza na skomplikowaną i niebezpieczną drogę spekulacji.

Dla uchronienia się przed stratą na kursie bank, który

¹ Obliczone na podstawie danych Encyclopédie de Banque et de Bourse, F. François-Marsal, Paris 1930, tom III, str. 365: „Les Principaux points d'or de Paris, Londres et New York“.

umieszcza swe fundusze krótkoterminowe zagranicą, przemysłowiec, który za surowce w terminie określonym ma płacić w walucie obcej, eksporter, który może otrzymać dopiero zapłatę po dojściu towaru oraz związanych z przesyłką dokumentów na miejsce przeznaczenia, a niejednokrotnie po upływie terminu udzielonego kredytu, już w dniu zawarcia transakcji winien myśleć o kursie, po jakim będzie ostatecznie uregulowana zawarta umowa. Dzięki temu możliwym się stanie dla importera ściśle określenie kosztów własnych produkcji i pokrycie długu z codziennych sprzedaży bez zmiany dotychczasowej ceny. Z drugiej strony bank i eksporter mogą rozwijać swą ekspansję zagranicą, utrzymując ściśłą kalkulację przewidywanych korzyści.

Do tego celu służą operacje terminowe dewizami. Polegają one na tem, że strony kontraktujące, mające otrzymać lub dostarczyć dewiz po upływie pewnego czasu, dokonywają transakcji kupna-sprzedaży dewiz po określonym kursie i umawiają się równocześnie, że wykonanie operacji odłożą do pewnego terminu. „Umowa terminowa służy do zawarcia operacji dewizowej gotówkowej na termin późniejszy na podstawie kursu gotówkowego, notowanego w dniu powstania kontraktu. Zanim dojrzeje umowa terminowa, nie zachodzi potrzeba posiadania gotówki (chyba, że strony kontraktujące mają dostarczyć pewnych gwarancji wypłacalności, niezbędnych, by umowa miała moc prawną), — jak również handlujący na rynku terminowym dewiz nie potrzebuje starać się o dewizy tak, jakgdyby ponosił ryzyko kursowe, dopóki towary nie zostaną dostarczone. Jednakże jest on zabezpieczony od skutków na wypadek fluktuacji kursów w międzyczasie”¹.

Na mocy umowy terminowej kupna-sprzedaży dewiz nabywca ma prawo żądać dostarczenia dewiz, a sprzedawca zapłaty — po upływie umówionego terminu. Termin ten wynosi jeden, dwa lub trzy miesiące. Odpowiada więc transakcjom w obrotach handlowych. Związek ten nie jest rzeczą przypadkową. Terminowe bowiem operacje dewizami pozostają

¹ Keynes J. M., A Tract on Monetary Reform, London 1932, str. 116.

w ścisłej łączności z wymianą dóbr i usług z zagranicą, które zapewniają im realne wykonanie. Czem operacje gotówkowe dewizami są dla transakcyj gotówkowych, tem operacje terminowe dewizami dla transakcyj kredytowych.

Znalezienie kontrpartniera dla operacji cztero, pięcio i sześciomiesięcznych jest już o wiele trudniejsze i dlatego termin sześciomiesięczny nie jest nigdy, praktycznie biorąc, przekraczany. Jeżeli banki podejmują się operacji z dłuższymi terminami, to dokonywują je kolejnymi trzymiesięcznymi okresami, oczywiście pod warunkiem, że uwzględnione będą zmiany, jakie zaistnieją w momencie przedłużenia kontraktu. Daje to oczywiście zabezpieczenie ryzyka kursu już tylko częściowe. Pozatem banki unikają terminów ułamkowych, chyba że odnoszą się do medio albo ultimo miesiąca lub roku.

Stosunkowo krótki okres operacji terminowych dewizami tłumaczy się obawą, że w ciągu trzech miesięcy nastąpić mogą wielkie, a niedające się przewidzieć zmiany. Być może, że nie tylko bank jako zazwyczaj druga strona kontraktu terminowego, gwarantująca, że w danym terminie dewizy będą dostarczone względnie zapłacone po kursie umówionym niezależnie od jego ewentualnej zmiany — nie zdoła wycofać swych pieniędzy z zagranicy, by wręczyć je klientowi, lecz i ten może się znaleźć w takich trudnościach, że nie będzie w stanie dotrzymać zobowiązań. Niewątpliwie, w tym ostatnim wypadku bank będzie się starał odprzedać zakontraktowaną kwotę dewiz na rynku, lecz może natrafić i wówczas na niespodziewane straty ze względu na możliwość spadku kursu. Okoliczności te stanowią przekonujący dowód, że tylko wielki handel i przemysł mogą z łatwością korzystać z operacji terminowych dewizami. Warunki tych operacji wybitnie się pogarszają, gdy standing klienta wzbudza wątpliwości. Nie tylko podwyższa się wtedy kursy, lecz wymaga się bardzo często specjalnego zabezpieczenia.

Dzień wręczania dewiz bywa o dwa, trzy, a nawet więcej dni późniejszy od umówionego terminu zależnie od t. zw. uzansów danego rynku i od samej dewizy. Wspomniane dni, zupełnie tak samo jak przy operacjach gotów

kowych, przeznaczone są na zaopatrzenie się i dostarczenie dewiz. Ażeby uniknąć różnicy w obliczaniu odsetek, zapłata również następuje w tym samym czasie¹. W ten sposób operacja terminowa, zawarta w funtach angielskich 1 lipca z dostawą trzymiesięczną, stanie się wymagalną 3 września, ponieważ funt korzysta tylko z dwudniowego walutowania.

W Warszawie termin ten określa Rada Giełdy Pieniężnej, przyjmując naogół dwa dni dla wszystkich wpłat i wypłat telegraficznych.

W Londynie dni walutowania ustalane są przez Committee of London Bankers i wynoszą:

dwa dni dla franków francuskich i szwajcarskich, dla belga, florena, pesety, koron skandynawskich, dolara (kabel) i peso (kabel);

trzy dni dla liry, marki niemieckiej, korony czechosłowackiej, szylinga austriackiego i złotego;

siedem dni dla lei i drachm.

W Paryżu kwestja walutowania należy do kompetencji Comité de l'Association des Banques et Banquiers de Paris, który ustalił:

dwa dni dla funta angielskiego, dolara St. Zjedn. A. P. i kanadyjskiego, belga, franka szwajcarskiego i florena;

trzy dni dla liry, pesety, marki niemieckiej, koron skandynawskich, szylinga austriackiego i peso (kabel);

cztery dni dla złotego, korony czechosłowackiej, pengö, lei, dinara, drachmy i funta tureckiego.

Należy zaznaczyć, że umowa terminowa posiada charakter prywatny i może być sporządzona bez żadnych formalności, podlegając ogólnym przepisom kodeksu cywilnego o powstawaniu zobowiązań.

Każda umowa zawarta przez telefon zostaje potwierdzona listownie. Jest to zwyczaj powszechnie przyjęty w celu uniknięcia nieporozumień. Wykonanie umowy odbywa się bądź przez wręczenie czeku, bądź przez przekazanie funduszu, o ile oczywiście umowa nie przewiduje inaczej. Między bankami wręczenie i zapłata dokonywują się

¹ Datę taką nazwiemy „walutą“, t. zn. dniem, od którego poczynają biec procenty.

w formie virement z rachunku na rachunek, bądź też przekazem na rachunek korespondenta zagranicznego. Przed wykonaniem umowy, zależnie od wspomnianych uzansów, sprzedawca dewiz wskazuje bank zagraniczny, który dokona wypłaty, względnie nabywca podaje bank, który ma przyjąć wpłatę. W związku z tem każdy bank, prowadzący handel terminowy dewizami, winien nieustannie kontrolować posiadane avoiry u korespondentów zagranicznych, gdyż w wypadku salda debetowego odsetki zwłoki, bardzo często wtedy stosowane, mogą pochłonąć ewentualny zysk z operacji.

„Przemysł włókienniczy Manchesteru — pisze J. M. Keynes¹ — już oddawna miał zwyczaj używać operacji terminowych dewizami, któremi pokrywał regularnie swe zamówienia bawełny“. „Przez długi czas ich sposób działania nie znalazł naśladowców“. „Trzeba było dopiero doczekać się kryzysu kursów zagranicznych z 1919 r., aby ludzie zainteresowali się transakcjami terminowymi“.

Jednakże operacje terminowe dewizami znane już były przed wojną i dokonywane były w stosunku do walut, które uchodziły za słabe, jak np. rubel rosyjski² przed reformą Wittego w końcu ubiegłego stulecia. Pozatem przed wojną kursy zagraniczne nie podlegały tak nerwowej fluktuacji, jak to ma miejsce po wojnie, gdy wiele państw zaczęło przeżywać trudności natury walutowej. W związku z tem kwestja wyeliminowania ryzyka spekulacyjnego stała się zagadnieniem pierwszorzędnej wagi. Wiele więc państw, ażeby ochronić życie gospodarcze przed fluktuacją kursów zagranicznych, uważało za konieczne utworzenie rynku terminowego dewiz. Jeżeli inicjatywa prywatna nie jest w stanie stworzyć takiego rynku, zadanie to podejmują czynniki oficjalne. W pierwszym rzędzie bank biletowy, posiadając stale własne depozyty w bankach zagranicznych, a równocześnie wkłady obcych banków u siebie, jest w możności przekształcić operacje gotówkowe na terminowe za opłatą pewnej prowizji. Warunkiem powodzenia tego rodzaju dzia-

¹ Monetary Reform, str. 121.

² Vogel J., Das Devisentermingeschäft, Berlin 1924, str. 3.

łałości na dłuższą metę jest konieczność wymiany depozytów pomiędzy bankami biletowymi. Tej wymiany dotychczas nie było na większą skalę i nie będzie jej tak długo, dopóki depozyty banków biletowych nie uzyskają specjalnego ustawodawstwa, któreby zapewniło im absolutną swobodę ruchu, a zwalniało natomiast od wszelkich nadzwyczajnych ciężarów, jak moratoria, przymusowe pożyczki etc.¹ Z obawy przed spekulacją dewizową zorganizowanie rynku terminowego powierzano zazwyczaj specjalnym instytucjom, np. Office de Compensation et de Liquidation przy Banque Nationale Française du Commerce Extérieur we Francji, Valuta Kas w Holandji, stworzona z inicjatywy Amsterdamsche Liquidatiekas przez 11 banków i bankierów Amsterdamu i Rotterdamu, Caisse Internationale de Liquidation et de Garantie des Opérations à terme sur changes, stworzona przez Caisse Internationale de Liquidation et de Garantie sur Marchandises w Antwerpii przy współudziale tamtejszej izby handlowej oraz banków i bankierów miejscowych. Podobną rolę spełniały również centrale dewizowe np. w Niemczech, skupiające w sensie monopolistycznym w banku biletowym i w kilku bankach prywatnych, wybranych przez Ministerstwo Skarbu, cały ruch płatniczy z tytułu rozrachunków międzynarodowych.

Celem tych instytucji było ułatwianie operacji terminowych dewizami przez centralizowanie w miarę możliwości popytu i podaży dewiz terminowych, przez ustalanie kursów terminowych na poziomie, odpowiadającym realnym warunkom, i przez zapewnienie realizacji zarejestrowanych zobowiązań i należności płatniczych wobec zagranicy. Instytucje te podejmowały się wykonywania jedynie tych operacji dewizowych, które wynikały z rzeczywistych wpłat i wypłat. W ten sposób operacje, zawierające jakikolwiek rys spekulacyjny, były statutowo wzbronione.

Wykonywanie operacji terminowych odbywało się bądź w drodze kompensacji, bądź na wolnym rynku, który powstawał niemal równolegle z temi instytucjami i rozwijał się

¹ W tym kierunku szły uchwały Międzynarodowej Konferencji Finansowej w Genewie w 1922 r., która kwestją rynku terminowego dla dewiz specjalnie się zajęła.

nieustannie. Banki, zazwyczaj lepiej wyposażone w środki, jak również mające większe techniczne przygotowanie, opanowywały ostatecznie cały handel terminowy dewizami. Londyn, jak również New York nie posiadały w swym rozwoju organizacyjnym analogicznej fazy przejściowej. Obydwa te rynki powstały samorzutnie dzięki wydatnej akcji banków prywatnych i żadnej specjalnej organizacji handlu terminowego dewizami nie posiadały.

Obecnie zanikły już wszędzie te przejściowe formy pomocnicze. Rynek terminowy nie odgranicza się niczem od rynku gotówkowego. Razem stanowią jedną całość, jeden rynek z siedzibą przeważnie w stolicy (wyjątek Medjolan), skąd rozchodzą się impulsy ewolucji kursów na rynki prowincjonalne. Operacje terminowe jak i gotówkowe dokonywują się na rynku wolnym między bankami, jak również na oficjalnym t. j. na giełdzie. Ze względu jednak na to, że kursy terminowe podążają zazwyczaj za rozwojem kursów gotówkowych, żaden bank nie rozpoczyna operacji terminowych, zanim kursy gotówkowe nie zaczną ujawniać mniej lub więcej zdecydowanych tendencji. W łączności z tem pozostaje fakt, że banki unikają naogół zawierania transakcji bezpośrednich nawet na giełdzie. Wolą korzystać z pośrednictwa maklerów dewizowych, którzy informują jednocześnie o stanie rynku.

Przedmiotem operacji terminowych może być każda waluta, lecz tylko Londyn posiada szeroko rozwinięty międzynarodowy handel terminowy dewizami na dużą skalę, dzięki czemu ofiaruje i nabywa na termin wszystkie niemal waluty świata. Na innych rynkach, bądź ze względu na małe obroty, bądź z uwagi na drugorzędne znaczenie wielu dewiz, w czasach normalnych zaledwie kilka walut jest przedmiotem ożywionego handlu terminowego, a wśród tych na czoło wysuwa się funt angielski, następnie dolar St. Zjednocz. A. P., frank francuski i t. p. Tylko te waluty mogą być traktowane w handlu terminowym po umiarkowanej cenie i klientom, korzystającym z tego handlu, oddawać poważne usługi. Czynniki więc ubezpieczenia ryzyka kursowego ma zakreszone, biorąc praktycznie, pewne granice, poza któremi premja asekuracyjna nie opłaca się. Można ubolewać

wraz z J. M. Keynesem¹, że „dewizy, które doznają największych fluktuacji, a co do których kupcy odczuwają największą potrzebę ubezpieczenia ryzyka kursowego, właśnie korzystają z najmniejszych ułatwień w transakcjach terminowych po stopie umiarkowanej“. Nie można się jednak temu dziwić, podobnie jak nie dziwimy się, że ubezpieczalnie pobierają wyższą składkę od materiałów łatwopalnych i przedmiotów, które mogą być przedmiotem łatwej kradzieży, a przy asekuracji na życie w wypadku nadwątłego zdrowia.

3. Technika operacji terminowych dewizami.²

Celem operacji terminowych dewizami, jak już zauważyliśmy, jest zabezpieczenie się przed skutkami fluktuacji kursów zagranicznych przez wyeliminowanie ryzyka spekulacyjnego z sum w walucie obcej, których płatność będzie miała miejsce za kilka miesięcy. Przed niebezpieczeństwem zmian kursu ubezpiecza się zarówno kupiec i przemysłowiec, prowadzący interesy z zagranicą, jak również bank, który podjął się dostarczenia dewiz względnie ich przyjęcia po umówionym zgóry kursie. Ażeby móc wywiązać się ze zobowiązań, bank, który bierze na siebie ryzyko operacji, musi rozwinąć działalność, pozwalającą mu uchronić się przed stratami. Cel ten osiągnie dzięki trzem rodzajom operacji, które nazywają najczęściej: prostemi, reportowymi i związanymi. Wybór każdej z nich lub ich kombinacje zależą od okoliczności i celu przedsięwziętej operacji dewizowej na termin.

Przedewszystkiem bank może ograniczyć się wyłącznie do roli zwykłego pośrednika t. zn. odprzedać względnie odkupić na rynku zaoferowaną lub zapotrzebowaną sumę dewiz terminowych. Jeżeli np. kupuje Rm 10.000 z trzymiesięcznym terminem wręczenia od klienta, który jest eksporterem towarów do Niemiec i chce sprzedać swą należność z tego tytułu, wówczas bank poszukuje innego klienta lub banku,

¹ Monetary Reform, str. 132/3.

² Kwestje, dotyczące techniki operacji terminowych dewizami, zostały opracowane głównie na podstawie własnych notatek z okresu stażu w Service des changes Crédit Lyonnais w Paryżu w 1930 r.

który gotów byłby odkupić od niego tę samą sumę Rm i na ten sam termin. Gdy zaś bank sprzedaje klientowi np. Rm 10.000 z terminem trzymiesięcznym w związku z płaceniem zobowiązań w Niemczech za importowane towary, wówczas musi znaleźć drugą stronę, która mu sprzeda tę samą ilość Rm i na tę samą datę. W dniu płatności kontraktu bank wręczy odkupującemu dewizy otrzymane od eksportera, którego pokryje sumą otrzymaną wzamian za dewizy. W drugim wypadku wręczy dewizy importerowi a otrzymaną równowartość przekaże wzamian za dewizy. Krótko mówiąc, zarówno w pierwszym jak i w drugim przykładzie bank ceduje dewizy z dostawą i płatne na termin innemu bankowi względnie klientowi. Nie trzeba dowodzić, że dla banku nie jest rzeczą łatwą znaleźć potrzebną dla importera dewizę na dany termin, kwotę i walutę, ponieważ eksporter, któryby rozporządzał odpowiednią należnością w danej chwili, wogóle niema lub nie likwiduje jej w tym czasie. Brak więc zbieżności kwot i terminów jest poważną trudnością w kompensowaniu podaży i popytu dewiz terminowych. Jest to przyczyną, dla której bezpośrednio kupno i sprzedaż na termin, czyli tak zwane operacje proste, nie mogą być pomyślane na szeroką skalę, lecz ograniczają się do stosunków klienta z bankiem. Natomiast operacje proste w stosunkach między bankami naogół nie mają miejsca, ponieważ ryzyko kursowe musi być ostatecznie przez kogoś definitywnie rozwiązane. Ciężar ten spada na banki.

Bank ze swej strony, podejmując ryzyko operacji, stara się je natychmiast wyeliminować przez sprzedaż względnie kupno za gotówkę nabytych względnie ustąpionych dewiz na termin. Kupuje więc za gotówkę dewizy, które ma sprzedać na termin klientowi, i naodwrot sprzedaje za gotówkę dewizy, które podjął się nabyć na termin. Transakcje gotówkowe i terminowe zawiera równocześnie. Są to tak zwane operacje reportowe. Polegają one na operowaniu t. zw. pożyczkami dewizowymi.

Bank zaciąga na rynku pożyczkę w dewizach przez kupno dewizy za gotówkę i równocześnie sprzedaż na termin. Udzielenie pożyczki obejmuje sprzedaż za gotówkę i równoczesne kupno na termin. Nie są to oczywiście po-

życzki w ścisłym sensie prawniczym, „jako umowy, na mocy których jedna ze stron t. j. wypożyczający przenosi własność pieniędzy lub innych rzeczy zamiennych na drugą stronę t. j. pożyczającego, zobowiązującego się równocześnie do zwrotu przedmiotu pożyczonego w tej samej ilości i jakości“. Operacje reportowe są bowiem aktami kupna-sprzedaży, zatem polegają na wymianie jednej waluty na drugą, jak to ma miejsce przy każdej operacji dewizowej. Niemniej termin ten w operacjach reportowych utarł się powszechnie w języku wekslarzy, ponieważ wyraźnie charakteryzuje ich stosunek do rynku dewizowego. Pozatem należy ustalić w celu uniknięcia dalszych nieporozumień na tle sensu słowa „pożyczać“, że przyjmujemy terminologję prawniczą t. zn. że wypożyczający oznacza pożyczkodawcę, wypożyczać znaczy udzielać pożyczki, a z drugiej strony pożyczający oznacza pożyczkobiorcę, pożyczać znaczy zaciągać pożyczkę.

Powróćmy po tej krótkiej dygresji do następującego przykładu. Jeżeli bank sprzedaje np. \$ 10.000 na termin dwumiesięczny w związku z kupnem dokonaniem przez jego klientów, wówczas, aby móc dostarczyć \$ w dniu płatności zobowiązania, musi je pożyczyć na rynku t. zn. kupić za gotówkę taką samą ilość dolarów i przechować do umówionego terminu. W dniu płatności bank wręczy klientowi dewizy nabyte na rynku wzamian za równowartość w złotych. Jeśli natomiast kupuje np. \$ 10.000 na termin dwumiesięczny w związku ze sprzedażą dokonaną przez jego klientów, bank wówczas wystąpi na rynku jako pożyczkodawca, ponieważ sprzeda bezwzględnie za gotówkę tę samą ilość dolarów. Równowartość przekaże klientowi po upływie dwóch miesięcy. Z tytułu sprzedaży gotówkowej bank został obciążony przez korespondenta zagranicznego, który mu udzielił kredytu¹. Kredyt ten będzie spłacony dewizami, dostarczonymi przez klienta w dniu płatności operacji terminowej. W praktyce

¹ Oczywiście, banki mogłyby wykorzystać w tym celu wolne avoiry zagraniczne, jednakże nie czynią tego, ponieważ z obawy przed możliwością zmian kursu posiadane salda u korespondentów zagranicznych utrzymywane są na minimalnym poziomie i są przeznaczone na likwidację operacji gotówkowych.

więc pożyczkobiorca jest sprzedawcą na termin i nabywa dewizy w celu wymiany waluty krajowej na obcą, udzielając w ten sposób kredytu zagranicy. Pożyczkodawcą natomiast jest nabywca na termin, który wymienia dewizy, by móc rozporządzać walutą krajową. Zaciąga więc kredyt zagranicą.

Powstaje jednak pytanie, czy bank, kupując dewizy za gotówkę i sprzedając je na termin, może immobilizować większe kapitały zagranicą w obcej walucie aż do czasu płatności operacji terminowych? Oczywiście nie jest to rzeczą łatwą, ponieważ bank stałby się wierzycielem poważnych sum w walucie obcej u swojego korespondenta zagranicznego, a równocześnie osłabiłby stan pogotowia kasowego w stosunku do posiadanych depozytów w walucie krajowej. Operacji zatem reportowych w handlu terminowym dewizami mogą dokonywać tylko banki, rozporządzające poważnymi środkami płynnymi, i to nie na tak długi okres, jak trzy miesiące, lecz zaledwie na kilka tygodni.

Z drugiej zaś strony banki nie są w stanie dostarczać walut obcych w dowolnej ilości za gotówkę, a następnie nabywać na termin ze względu na to, że mogą rozporządzać wogóle małym zapasem dewiz, posiadanych bądź w formie własnych depozytów zagranicą, bądź też w formie kredytów, jakie mogą uzyskać zagranicą.

Z tych właśnie przyczyn operacje reportowe w handlu terminowym dewizami znajdują zastosowanie ograniczone. Służą raczej do udzielania lub zaciągania krótkoterminowych kredytów zagranicą, względnie do prolongowania operacji terminowych uprzednio zawartych. Głównie jako takie odegrały szczególnie doniosłą rolę we Francji przed ustawową stabilizacją franka, kiedy Banque de France chciał odwrócić potężny nurt dewiz, napływających do Francji, i skierować go spowrotem zagranicę. Interesujące to zagadnienie, na dużej skali zaobserwowane prawdopodobnie tylko w tym jednym wypadku, omówimy szczegółowiej potem.

Wobec poważnych niedomagań operacji reportowych banki mogą stosować w handlu terminowym dewizami trzecią metodę, opartą na operacjach związanych. Operacje związane polegają na wyeliminowaniu ryzyka zmian kursu przez kombinację operacji reportowych z gotówkowymi. Metoda

ta znana jest w terminologii angielskiej pod nazwą „ready against forward“, a we francuskiej jako „terme contre comptant et comptant contre terme“. Każde kupno i sprzedaż na termin rozdziela bank wówczas na dwie zasadniczo odrębne a równocześnie dokonywane operacje dewizowe: oddzielnie dokonywuje kupna względnie sprzedaży za gotówkę, a następnie nabytą sumę dewiz wypożycza na rynku przez sprzedaż za gotówkę i równoczesne kupno terminowe, bądź też sprzedaną sumę dewiz pożyczka na rynku w drodze kupna gotówkowego i sprzedaży na termin. Jeżeli np. bank chce nabyć na rachunek swego klienta przypuśćmy \$ 20.000 z dostawą jednomiesięczną, wówczas nabywa tę sumę za gotówkę. Dolar, który narazie nie są mu jeszcze potrzebne, deponuje u swego korespondenta w New Yorku, uznając go równowartością w złotych. Immobilizuje zatem część swych płynnych środków, któreby w tranzakcjach zawieranych w kraju mogły ze względu np. na wyższą stopę procentową przynieść większe korzyści, aniżeli zysk z odsetek otrzymywany za zdeponowane u korespondenta dolary. Ażeby uniknąć tego rodzaju nierentownej immobilizacji, bank wypożycza na rynku nabyte dolary na okres 1 miesiąca, t. zn. sprzedaje za gotówkę a kupuje na termin. W ten sposób operacje gotówkowe zostały zanulowane, a pozostało tylko kupno na termin, które będzie uregulowane ze środków, jakich dostarczy klient.

Sytuacja wręcz się odwraca w wypadku, gdy bank chce sprzedać na rynku w imieniu klienta np. \$ 20.000 z terminem również jednomiesięcznym. Bank wówczas zgóry dyskontuje dokonaną z klientem transakcję i sprzedaje dolary za gotówkę. Za dolary, których będzie mógł dostarczyć pod warunkiem otrzymania kredytu od korespondenta zagranicznego, otrzyma złote. Tymczasem może się okazać, że odsetki pobrane przez korespondenta z tytułu udzielonego kredytu przewyższą zysk, jaki bank osiągnie z rozporządzania równowartością w walucie krajowej. Nie chcąc więc się angażować, bank natychmiast zaciągnie pożyczkę na rynku przez kupno dolarów za gotówkę i sprzedaż na termin. Sprzedaż i kupno gotówkowe wzajemnie się znoszą i pozostanie wyłącznie sprzedaż na termin. W dniu wyma-

galności kontraktu bank uzna klienta za dostarczone dolary równowartością w złotych, które otrzyma ze sprzedaży dolarów na rynku.

Jeżeli chodzi o rozwiązanie ryzyka kursowego, to metoda operacji związanych jest najbardziej przyjęta w handlu terminowym dewizami. Jej rozpowszechnienie opiera się głównie na tem, że bank w operacjach terminowych nie angażuje swych kapitałów nawet na najmniejszy okres czasu, co daje nieporównaną przewagę w stosunku do operacji reportowych.

Jak nadmieniono, operacje reportowe odgrywają swą zasadniczą rolę w prolongowaniu uprzednio zawartych operacji terminowych dewizami. Czyto będą operacje proste, czy reportowe, czy też związane, zawsze będą one przedłużane w ten sam sposób: przez operacje reportowe, idące w tym samym kierunku, w jakim dokonywane były pierwotnie, przyczem wyjaśnić należy, że prolongata nie zawsze polega na odnowieniu kontraktu, lecz na dokonaniu nowych operacji terminowych dewizami.

Z chwilą więc, gdy nadchodzi dzień płatności danej operacji terminowej, dawną pożyczkę należy zastąpić nową. To samo odnosi się do kupna i sprzedaży terminowej dewiz, jeżeli chodzi o operacje proste. Bank może szukać innego kontrahenta, któremu udzieli pożyczki w dewizach z wpływów, pochodzących ze spłaty dawnej pożyczki, lub kupi na nowy termin dewizy, anulując poprzednie kupno sprzedażą za gotówkę. Zarówno w pierwszym, jak i w drugim wypadku, bank dokona tylko nowej operacji reportowej, sprzedając za gotówkę i kupując równocześnie na termin.

Jeżeli zaś nadejdzie termin płatności zaciągniętej pożyczki lub sprzedaży terminowej, wówczas bank wystąpi na rynku o nową pożyczkę lub o nową sprzedaż terminową. Operacja reportowa polegać będzie w jednym i w drugim wypadku na kupnie gotówkowym i sprzedaży na termin. Pozycja poprzedniej operacji zostanie zanulowana. Należy przytem pamiętać, że przy zawieraniu nowej umowy terminowej trzeba uwzględnić niezbędną ilość dni w związku z uzansami dla danej waluty t. zn. żeby termin płatności dawnej pożyczki wypadł w dniu realizacji nowej. W ten

sposób uniknie się strat w oprocentowaniu w związku z walutowaniem pozycji.

Jest rzeczą jasną, że prolongata operacji terminowych dewizami odbywa się zazwyczaj na zgoła odmiennych warunkach. Nowa umowa terminowa może być nawet zupełnie niezależna od poprzedniej. Będzie bowiem uwzględniać nie tylko zmiany, jakie w dniu zawarcia nowego kontraktu zaistniały na rynku, lecz również zmiany zamiarów kontrahenta. Pod warunkiem, że znajdzie kontrpartniera, bank nową umowę terminową dostosuje do zmienionych swoich potrzeb i potrzeb klienta. Zmianie więc może ulec zarówno kurs, który służył za podstawę dawnej umowy, jak również kwota i termin.

Rozumie się, że prolongatę kilkudniową może zapewnić jednostronnie sam bank bez uciekania się do operacji terminowych pod warunkiem, że rozporządza odpowiednimi środkami. Lecz gdy kupiec lub przemysłowiec zmuszony jest z tych czy innych względów przedłużyć termin płatności swemu odbiorcy względnie dostawcy zagranicznemu na okres mniej lub więcej dłuższy aniżeli trzy-miesięczny, wówczas bank, idąc po linii potrzeb klienta, musi dokonać prolongaty dawnej operacji terminowej. Tylko przez szereg kolejnych operacji reportowych bank może przekształcać krótkoterminowe operacje dewizowe na długoterminowe. Mechanizm prolongaty zawsze pozostaje ten sam. Jednakże przy każdym przedłużaniu kumulują się straty bądź zyski zależnie od zmian zanotowanych w danych terminach na rynku. Ubezpieczenie zatem ryzyka kursowego na dłuższy okres czasu może być tylko ułamkowe, banki bowiem naogół nie mogą się pokryć na rynku na termin dłuższy aniżeli 3 miesiące.

O ile prolongowanie operacji terminowych dewizami jest zjawiskiem nawet bardzo częstym w handlu terminowym dewizami, o tyle o wiele rzadziej spotykamy regulowanie operacji przez antycypację terminów. Zarówno przedłużanie terminów, jakoteż wcześniejsze regulowanie operacji ma na celu głównie uzgodnienie dat płatności pomiędzy operacjami terminowymi dewizami i rzeczywistymi tran-

zakejami handlowymi, dokonanymi z zagranicą, dla którychto operacje terminowe służą pokryciem.

Gdy tak złożą się okoliczności, że klient będzie chciał uregulować transakcję wcześniej na całą umówioną sumę lub tylko jej część, wówczas bank pod warunkiem uwzględnienia zmian na rynku w danym momencie podejmie nową operację terminową, która pozwoli na antycypację poprzednio dokonanej. Będzie to również, jak to ma miejsce przy prolongacie, operacja reportowa, lecz w odwrotnym kierunku, t. zn. jeżeli w pierwotnej operacji terminowej bank był pożyczkodawcą lub tylko kupującym np. \$ 10.000 na trzy miesiące i zamierza obecnie uregulować operację o 1 miesiąc wcześniej, wtedy zaciąga pożyczkę na rynku na jeden miesiąc. Zamiast więc wykupić \$ 10.000 za trzy miesiące, wykupuje je po dwóch miesiącach. Poprzednio zakontraktowane kupno dolarów na trzy miesiące znosi się ze sprzedażą dolarów, pochodzących z zaciągniętej pożyczki jednomiesięcznej. I naodwrot, jeżeli bank był pożyczkobiorcą lub sprzedającym np. \$ 10.000 na trzy miesiące, wówczas udziela pożyczki na jeden miesiąc. Zamiast sprzedać \$ 10.000 za trzy miesiące, sprzedaje je o miesiąc wcześniej. Poprzednio zakontraktowana sprzedaż dolarów za trzy miesiące anuluje się z kupnem dolarów z tytułu udzielonej pożyczki na jeden miesiąc. W konkretnym przykładzie wyglądać będzie to w ten sposób, że udzielona pożyczka, np. 15 września \$ 10.000 na trzy miesiące, będzie walutowaną dla sprzedaży gotówkowej 17 września, a dla kupna terminowego—17 grudnia; zatem gdy bank zechce uregulować kupno o miesiąc wcześniej, wówczas zaciąga 15 listopada pożyczkę na rynku: kupuje za gotówkę \$ 10.000 z walutą 17 listopada i sprzedaje z dostawą na 17 grudnia. W dniu 17 grudnia kupno i sprzedaż \$ 10.000 się znosi. W analogiczny sposób postępuje bank w wypadku, gdy jest pożyczkobiorcą.

4. Kursy terminowe dewiz.

Między kursem dewizy, która ma być dostarczona i płatna po upływie pewnego terminu, a kursem gotówkowym tej samej dewizy powstają zazwyczaj pewne odchy-

nia. Odchylenia te, zwane stopą terminową, mogą być pozytywne, negatywne i zerowe, kiedy kurs terminowy wyrównywa się z gotówkowym.

Gdy kurs na termin jest droższy od gotówkowego, wówczas ma miejsce premja — premjum lub prime w terminologii angielskiej, a report w terminologii francuskiej. Jeżeli zaś kurs terminowy jest tańszy od gotówkowego, wtedy odchylenie kursu nazywa się bonifikatą — discount — deport¹. Gdy wreszcie różnica między kursem terminowym i gotówkowym spada do zera, mówi się, że kursy są na równi.

Wielkość stopy terminowej, podawana w cedułach urzędowych i prywatnych, posiada charakter wyłącznie orjentacyjny. Rozpiętość bowiem odchylenia od kursu gotówkowego zależy od wielu czynników indywidualnych dla każdej operacji, jak np. odpowiedzialność kredytowa klienta, wielkość operacji, waluta, termin, stan rynku i t. p., i z tego względu notowania stopy nie mogą mieć dokładnego charakteru porównawczego.

Sposób notowania, zarówno na rynku oficjalnym, jak również na wolnym, jest wszędzie mniej więcej ten sam. Poniżej podajemy wyciąg z ceduły urzędowej giełdy paryskiej z dnia 26 stycznia 1933 r.:

Négociations de change à terme.

Devises	Report: R		Deport: B	
	1 mois	2 mois	3 mois	
Londres	0.02 R à 0.14 R	0.07 R à 0.23 R	0.12 R à 0.32 R	
New York	0.02 B à 0.01 R	0.04 B à pair	0.06 B à 0.01 B	

Jak już wspomnieliśmy, Londyn nie posiada giełdy dewizowej. Sławna Lombard Street pochodzi od nazwy ulicy, przy której ongiś pracowali lombardowie — wekslarze,

¹ Wobec tego, że w Polsce nazwy stóp terminowych nie zostały ustalone, proponujemy wprowadzenie słów premja i bonifikata. Wadą terminologii francuskiej oraz angielskiej jest jej dwuznaczność. Łatwo bowiem może powstać nieporozumienie np. co do dyskonta jako stopy terminowej oraz dyskontowej, jak również co do reportu jako stopy terminowej w operacjach dewizowych oraz stopy pożyczek pod zastaw papierów wartościowych w operacjach giełdowych.

a gdzie obecnie znajdują się siedziby głównych banków angielskich. Londyn jest par excellence wolnym rynkiem. Money market nie jest krępowany żadnymi przepisami prawnymi: rządzi się prawem zwyczajowym, opartym na wiekowej tradycji. Pośrednictwem dewizowym zajmują się zawodowi maklerzy zwani brokers. Operacje terminowe, mające pod bardzo wieloma względami duże podobieństwo do operacji zawieranych w Paryżu, notowane są tylko w celach informacyjnych przez prywatne biuletyny dzienników i banków, które wypełniają w ten sposób brak ceduły urzędowej.

Poniżej podajemy notowania Financial News z 23 stycznia 1933 r. z rubryki Money market:

Forward Exchange Rates

Centre	1 month	2 month	3 month
N. York (d)	3/16 — 5/16 c	3/8 — 5/8 c	1 1/16 — 15/16 c
Amsterdam (p)	1/2 c — par	3/4 — 1/4 c	1 — 1 1/4 c
Berlin	—	—	—
Brussels (d)	2 — 5 c	5 — 9 c	7 — 11 c
Geneva (p)	3/4 c — par	1 c — par	1 1/2 — 1/2 c
Madrid (d)	1/16 — 1/8 pta	1/8 — 1/4 pta	1/4 — 3/8 pta
Milan (d)	1/8 — 1/4 lira	1/4 — 1/2 lira	3/8 — 5/8 lira
Paris (d)	3 — 7 c	7 — 11 c	10 — 15 c

(p) premium i. e. under spot

(d) discount i. e. over spot.

O ile odczytywanie kursów gotówkowych nie następuje żadnych wątpliwości, o tyle w stosunku do notowań terminowych musimy kwestję tę wyjaśnić szczegółowiej.

Jak widać z przytoczonych notowań w Paryżu i w Londynie, każdy kurs, podobnie jak to ma miejsce w operacjach gotówkowych, posiada dwie stopy: kupna i sprzedaży na termin. W języku wekslarzy stopy te nazywają się stopą pożyczkodawcy i pożyczkobiorcy. Stopa wypożyczającego (kupno na termin) oznacza warunki, na jakich banki godzą się udzielać pożyczek w dewizach, podczas gdy stopa pożyczającego (sprzedaż na termin) wskazuje warunki, na jakich banki, poszukujące dewiz, godzą się zaciągnąć pożyczkę. Lecz rozpoznanie, która ze stóp jest stopą kupna, a która sprzedaży na termin, zależeć będzie, czy na rynku notowana jest premja, czy bonifikata.

Sytuacja jest prosta w wypadku premji. Jest rzeczą naturalną, że wymagania sprzedawcy na termin (pożyczającego) będą zawsze wyższe od tego, co zechce zaofiarować nabywca na termin (wypożyczający). Stopa więc kupującego na termin czyli wypożyczającego jest niższa, aniżeli stopa sprzedającego na termin czyli pożyczającego, lub inaczej, stopa pożyczkobiorcy jest wyższa od stopy pożyczkodawcy. Przytem premję płaci wypożyczający pożyczającemu za możliwość dysponowania walutą krajową, ponieważ pierwszy kupuje na termin drożej, aniżeli sprzedał za gotówkę, podczas gdy drugi sprzedaje na termin drożej, aniżeli kupił. Oczywiście, ażeby móc udzielić pożyczkę na rynku, kupujący na termin musi się zgodzić na wyższą premję, a z drugiej strony sprzedający na termin, gdy zechce zaciągnąć pożyczkę, zaakceptuje niższą premję. Jeżeli więc na przykład broker w Londynie podaje, że premja na Amsterdam wynosi $1/2$ c — równia na 1 miesiąc oraz $1-1\frac{1}{4}$ c na kwartał, wówczas stopa kupującego na termin względnie pożyczkodawcy wynosi zero na jeden miesiąc oraz 1 c na trzy miesiące. Natomiast stopa sprzedającego względnie pożyczkobiorcy stanowi $1/2$ c na jeden miesiąc oraz $1\frac{1}{4}$ c na dziewięćdziesiąt dni. Ażeby móc udzielić pożyczkę, bank, jako kupujący na termin, musi się zgodzić ostatecznie na wymagania pożyczkobiorcy i zapłacić wyższą premję t. j. $1/2$ c na 1 miesiąc lub $1\frac{1}{4}$ c na trzy miesiące. Jeżeli zaś zechce zaciągnąć pożyczkę, bank, jako sprzedający na termin, zaakceptuje niższą premję i na jeden miesiąc sprzeda po kursie równym gotówkowemu, a na trzy miesiące zadowoli się 1 c z tytułu premji.

Sytuacja zostaje odwrócona w wypadku bonifikaty. Sprzedawca względnie pożyczkobiorca, który na termin sprzedaje taniej, aniżeli kupił za gotówkę, stara się ograniczyć swą stratę i zażąda mniejszej bonifikaty. Nabywca względnie pożyczkodawca, który kupuje na termin taniej, aniżeli sprzedał za gotówkę, stara się zwiększyć swój zysk i zażąda większej bonifikaty. Stopa więc kupującego na termin względnie wypożyczającego jest wyższa od stopy sprzedającego, lub inaczej, stopa sprzedającego czyli pożyczkobiorcy jest niższa od stopy kupującego na termin. Za możliwość dysponowania obcą

walutą płaci bonifikatę pożyczający wypożyczającemu. Oczywiście, ażeby tranzakcje mogły dojść do skutku, kupujący na termin, chcąc udzielić pożyczki, musi się zgodzić na niższą bonifikatę, a z drugiej strony sprzedający na termin, chcąc zaciągnąć pożyczkę na rynku, będzie musiał zaakceptować wyższą bonifikatę. Jeśli więc na przykład broker w Londynie podaje (według notowań z 6 lutego 1933 podanych przez Financial News z 7 lutego 1933 r.), że discount na Paryż wynosi 5—10 c na 1 miesiąc i 23—28 c na kwartał, wówczas stopa kupującego na termin względnie pożyczkodawcy stanowi 10 c na 1 miesiąc i 28 c na trzy miesiące, podczas gdy stopa sprzedającego na termin względnie pożyczkobiorcy 5 c na 1 miesiąc i 23 c na kwartał. Ażeby móc udzielić pożyczki, bank, jako kupujący na termin, musi się zgodzić na wymagania pożyczkobiorcy i zadowolić się niższą bonifikatą t. j. 5 c za 1 miesiąc i 23 c za trzy miesiące. Jeżeli natomiast zechce zaciągnąć pożyczkę, bank, jako sprzedający na termin, zaakceptuje wyższą stopę bonifikaty t. j. 10 c za 1 miesiąc i 28 c za trzy miesiące.

Niezwykłe rzadkie są wypadki, kiedy kurs terminowy jest taki sam, jak gotówkowy. Zawsze bowiem da się zauważyć pewną tendencję w jednym albo drugim kierunku. Bądź wypożyczający nie zechce nie zapłacić pożyczającemu (równia), podczas gdy pożyczający żądać będzie przynajmniej niewielkiej premji, bądź też, gdyby pożyczający chciał sprzedać na termin po równi, wówczas wypożyczający zażąda przynajmniej małej bonifikaty. Przykład taki w wypadku premji przedstawiają podane wyżej notowania Londynu z 23 stycznia 1933 r. w stosunku do Amsterdamu i Genewy oraz w wypadku bonifikaty notowania Paryża z 26 stycznia 1933 r. w stosunku do N. Yorku.

Odczytywanie stóp terminowych wszędzie odbywa się w jednakowy sposób i jest niezależne od sposobu notowania certain względnie uncertain. Odróżnianie sposobu notowań wchodzi w grę dopiero wtedy, gdy przystępujemy do obliczeń kursów terminowych. Jeżeli ceduły notują według metody uncertain, kurs terminowy dewizy otrzymuje się przez dodanie premji lub odjęcie bonifikaty od kursu gotówkowego.

W Londynie, który dla walut Europy i Ameryki Północnej (N. York i Montreal) podaje certain, a tylko dla dalekiego Wschodu i Ameryki Południowej uncertain, obliczenia ulegają odwróceniu.

Jeżeli kurs terminowy jest „under spot“, to znaczy niższy od gotówkowego, wówczas za jednego funta otrzymuje się mniej walut obcych w operacji terminowej, aniżeli w gotówkowej. Wskazuje to, że wartość kursu terminowego jest wyższa, trzeba zapłacić drożej, ażeby dysponować tą samą ilością walut obcych. Waluty te dają wtedy premję. Gdy zaś kurs terminowy jest „over spot“, to znaczy wyższy od gotówkowego, wówczas za jednego funta otrzymuje się więcej obcych walut w operacji terminowej niż gotówkowej. Termin jest tańszy od gotówki. Powstaje wtedy discount. W Londynie więc kurs terminowy otrzymuje się przez zwiększenie kursu gotówkowego o discount lub przez zmniejszenie kursu gotówkowego o premję.

W jaki sposób praktycznie przedstawia się obliczanie kursu terminowego, spróbujemy zilustrować na dwóch przykładach premji w Paryżu i discountu w Londynie.

Przypuśćmy, że bank w Paryżu ma do sprzedania w imieniu swego klienta Ł. 25.000 z terminem trzymiesięcznym. Kursy funta wahają się w granicach 87,85 — 87,97 ffrs., a report 21c dla wypożyczającego i 24c dla pożyczającego na 3 miesiące¹. Jak to już na swoim miejscu omówiliśmy, transakcję sprzedaży terminowej bank rozbija na dwie zupełnie odrębne operacje: sprzedaż na rynku funtów za gotówkę np. à 87,96 oraz pożyczkę w funtach zaciągniętą na okres trzymiesięczny. Po uzgodnieniu wysokości stopy terminowej strony, kontraktujące pożyczkę, muszą ustalić kurs podstawowy dla operacji gotówkowej np. 87,91 ffrs. Bank kupuje więc Ł. 25.000 za gotówkę à 87,91 ffrs. i otrzymuje wobec nieustępliwości pożyczkodawcy tytułem reportu 21c, sprzedając na termin à 88,12 ffrs. Ponieważ na operacjach gotówkowych sprzedaży i kupna udało mu się zarobić 5c na każdym funcie, przeto w ostatecznym rozrachunku, jaki bank winien wziąć pod uwagę w kalkulacji,

¹ Według notowań z 6.II. 1933 r., podanych przez L'Information.

kurs sprzedaży terminowej wyniósł nie 88,12 ffrs., lecz 88,17 ffrs. Wynika z tego, że kurs sprzedaży terminowej oblicza się przez dodanie do kursu sprzedaży gotówkowej, w danym wypadku 87,96 ffrs., uzgodnionego między stronami reportu 0,21 ffrs., i w rezultacie otrzymamy 88,17 ffrs.

Nie trzeba bliżej wyjaśniać, że na gotówkowych operacjach kupna i sprzedaży, które wzajemnie się znoszą, miejsce zysku może zająć strata. Pomniejszy ona dochód pożyczkobiorcy z tytułu należnego mu reportu. Niewątpliwie, zarówno zysk ten, jak i strata, są w porównaniu z wielkością traktowanych na termin sum bez praktycznego znaczenia. Niemniej jednak wobec mnogości dokonywanych operacji dzięki zręczności wekslarzy mogą powstać z tego źródła dochody nie do pogardzenia.

Rozważmy teraz ewentualność, kiedy bank w analogicznych warunkach zamierza kupić na rachunek swego klienta np. Ł. 30.000 z dostawą i płatnych za trzy miesiące.

Bank rozbija kupno terminowe na dwie oddzielne operacje: kupuje na rynku za gotówkę Ł. 30.000 po kursie przypuśćmy 87,92 ffrs. oraz pertraktuje w sprawie udzielenia pożyczki niepotrzebnych mu narazie Ł. 30.000. Z chwilą, gdy znajdzie kontrpartniera i uzgodni z nim wysokość stopy terminowej np. 24c, strony umawiają się co do kursu podstawowego operacji gotówkowej pożyczki i ustalają go w wysokości np. 87,95 ffrs. Bank sprzedaje więc za gotówkę à 87,95 ffrs., a równocześnie odkupuje po trzech miesiącach à 88,19 ffrs. Jeszcze i tym razem udało się wekslarzowi zrealizować zysk na kupnie i sprzedaży gotówkowej. Zmniejszy to stratę banku z tytułu reportu, jaki musi zapłacić pożyczkodawca pożyczkobiorcy. Ostateczny kurs kupna terminowego, jaki bank musi wziąć pod uwagę w kalkulacji, nie wyniesie 88,19 ffrs., lecz 88,16 ffrs., to znaczy kurs kupna gotówkowego 87,92 ffrs. plus 0,24 ffrs. z tytułu reportu, zatem 88,16 ffrs.

Jeżeli rozumowanie nasze przeniesiemy na grunt Londynu, nie zmieni się ono w swej istocie, lecz tylko inaczej uszeregują się wielkości.

Przypuśćmy, że bank ma do sprzedania w imieniu swego klienta np. 200 tys. ffrs. z dostawą i płatnych za trzy

miesiące. Kursy ffrs. wahają się na rynku w granicach 87 15/16 — 88 1/16 ffrs., a discount podany przez brokera 23 c pożycz. — 28 c wypożycz. na kwartał.¹ Bank sprzedaje przede wszystkim franki za gotówkę, np. à 88,0625 ffrs., oraz zaciąga na rynku pożyczkę we frankach na okres trzymiesięczny. Po uzgodnieniu wysokości stopy np. 28 c strony kontraktujące pożyczkę ustaliły kurs podstawowy operacji gotówkowej przypuśćmy na 88,01 ffrs. za Ł. 1. Bank kupuje wtedy za gotówkę ffrs. 200 tys. à 88,01, a równocześnie sprzedaje na trzy miesiące à 88,29 ffrs. Ponieważ na operacjach gotówkowych sprzedaży-kupna poniósł na każdym wydanym funicie 0,0525 ffrs. straty, która powiększy discount, jaki musi zapłacić pożyczkodawcy, w ostatecznym więc rozrachunku, jaki bank winien wziąć pod uwagę w kalkulacji, kurs sprzedaży terminowej wyniósł nie 88,29 ffrs., lecz 88,3425 ffrs. za Ł. 1, to znaczy kurs sprzedaży gotówkowej ffrs. 88,0625 plus discount 0,28 ffrs., czyli 88,3425 ffrs.

Weźmiemy teraz pod uwagę przykład, kiedy bank zamierza kupić na rachunek swego klienta w analogicznych warunkach rynku np. 300 tys. ffrs. z dostawą i płatnych za trzy miesiące.

Przedewszystkiem bank kupuje wówczas franki za gotówkę przypuśćmy à 87,9575 ffrs. za Ł. 1, a następnie udziela pożyczkę na rynku na okres trzymiesięczny. Po uzgodnieniu wysokości discount np. 23 c strony kontraktujące ustaliły kurs podstawowy pożyczki na 87,9825 ffrs. Bank więc sprzedaje za gotówkę ffrs. 300 tys. à 87,9825 ffrs., a równocześnie odkupuje za trzy miesiące à 88,2125. Ponieważ w tym wypadku na operacjach gotówkowych kupna-sprzedaży bank poniósł stratę 0,025 ffrs., która zmniejszy jego zysk pod postacią bonifikaty jako pożyczkodawcy, przeto w ostatecznym rozrachunku, jaki bank winien wziąć pod uwagę w kalkulacji, kurs kupna terminowego wyniósł nie 88,2125 ffrs., lecz 88,1875 ffrs., to znaczy kurs kupna gotówkowego 87,9575 ffrs. plus discount 0,23 ffrs., czyli 88,1875 ffrs.

Bank, wykonywując zlecenie, musi zapewnić sobie pe-

wien zysk, polegający przede wszystkim na różnicy stopy terminowej między stopą, przy której rozwiąże operację na rynku, a stopą, jaką zastosuje w rozrachunku z klientem. Różnica ta nazywa się marżą. Wielkość marży zależy od bardzo wielu czynników, związanych nie tylko ze zdolnością kredytową klienta, lecz z dynamiką rynku w dniu dokonywania operacji. Bank musi się liczyć, że zanim rozwiąże operację na rynku, mogą nastąpić zmiany stopy terminowej. Musi pozatem uwzględniać, czy na dany termin znajdzie kontrpartniera. Wreszcie wielkość marży kryć może w sobie prowizję, inkasowaną jednak przeważnie w wypadkach, gdy traktowana suma dewiz jest niższa od minimum przyjętego przez wielkie banki na rynku i wynoszącego np. w stosunku do dewizy na Warszawę w Paryżu, zł. 10.000, na Londyn Ł. 1.000, N. York \$ 5.000 i t. p. Ponadto bank ściąga niekiedy w takich wypadkach dodatkowe opłaty.

Uwagi te odnoszą się nie tylko do zleceń prostych, dotyczących wyłącznie kupna i sprzedaży na termin, lecz również do zleceń reportowych, to znaczy pożyczek dewizowych w formie kupna względnie sprzedaży za gotówkę i równoczesnej odprzedaży lub odkupna na termin.

W wypadku zleceń prostych bank, jak to już w swoim miejscu zaznaczyliśmy, zawsze stara się je rozwiązać na rynku bądź za pośrednictwem operacji związanych, bądź przez plasowanie funduszy zagranicą względnie wykorzystanie kredytu zagranicznego. Z tego właśnie względu bank, gdy jest nabywcą zaofiarowanej sumy dewiz na termin, stosuje stopę pożyczkodawcy, gdy zaś jest sprzedawcą zapotrzebowanej sumy dewiz na termin — stopę pożyczkobiorcy, przy czem bank bonifikuje klientowi premję, gdy ten jest sprzedawcą na termin, względnie wymaga zapłaty, gdy klient jest nabywcą na termin. I naodwrot, bank żąda zapłaty bonifikaty, gdy klient jest sprzedawcą na termin, względnie udziela bonifikaty, gdy klient jest kupującym na termin.

Od premji i bonifikaty zależy również wysokość stopy terminowej, jaką bank zastosuje w swych operacjach w stosunku do klienta.

¹ Według notowań z 6.II. 1933 r., podanych przez „The Financial News“.

Jeżeli bank jest nabywcą zaofiarowanej na termin sumy dewiz, wówczas proponuje premję niższą od premji wypożyczającego. Jeżeli zaś jest sprzedawcą zapotrzebowanej na termin sumy dewiz — proponuje premję wyższą od premji pożyczkobiorcy. Przypuśćmy, że na rynku premja wynosi 21—24. Stopa wypożyczającego czyli kupna terminowego stanowi 21, podczas gdy pożyczającego czyli sprzedaży terminowej 24. Bank będzie chciał kupić taniej niż na rynku, zatem proponuje premję mniejszą niż 21. Z drugiej zaś strony zechce sprzedać drożej niż na rynku i zażąda premji większej niż 24.

Bank stosuje normy wręcz przeciwne, kiedy na rynku notowana jest bonifikata. Jako nabywca zaofiarowanej na termin sumy dewiz stosuje stopę bonifikaty wyższą od stopy wypożyczającego. Natomiast w wypadku, gdy jest sprzedawcą zapotrzebowanej na termin sumy dewiz, stosuje stopę bonifikaty niższą aniżeli stopa pożyczającego.

Przypuśćmy, że na rynku bonifikata wynosi 23—28. Stopa wypożyczającego czyli kupna terminowego stanowi 28, podczas gdy stopa pożyczającego czyli sprzedaży terminowej 23. Jest rzeczą naturalną, że bank będzie chciał kupić taniej niż na rynku i proponuje większą bonifikatę niż 28. Z drugiej zaś strony zechce sprzedać drożej niż na rynku i zażąda mniejszej bonifikaty aniżeli 23.

Sytuacja nie ulega żadnej zmianie w stosunku do zleceń reportowych, kiedy bank zaciąga lub udziela pożyczki na rachunek klienta. Bank i klient stanowią wówczas dwie strony tej samej pożyczki. Należałoby przypomnieć, że od premji i bonifikaty zależy, czy bank pobiera, czy też kredytuje klientowi stopę terminową od zakontraktowanej pożyczki. Jeżeli rynek notuje premję, wówczas bank bonifikuje ją klientowi, gdy ten jest pożyczkobiorcą, pobiera zaś, gdy klient jest pożyczkodawcą. Jeżeli natomiast rynek notuje bonifikatę, wówczas bank pobiera ją od pożyczającego klienta, bonifikuje zaś discount klientowi wypożyczającemu dewizy.

Wielkość, jaka służy za podstawę udzielanej względnie pobieranej przez bank stopy terminowej, zależy również od premji i bonifikaty. W wypadku premji, jeżeli bank jest

w stosunku do klienta pożyczkodawcą, wówczas zgodzi się udzielić pożyczkę pod warunkiem, że zapłaci niższą premję od stopy wypożyczającego na rynku. Jeżeli zaś bank jest w stosunku do klienta pożyczkobiorcą, wówczas zgodzi się zaciągnąć pożyczkę pod warunkiem, że otrzyma wyższą premję od premji pożyczającego na rynku.

Bank zastosuje zasadę wręcz odmienną, kiedy na rynku powstanie bonifikata. Jako pożyczkobiorca w stosunku do klienta bank zgodzi się tylko na bonifikatę niższą od stopy pożyczającego na rynku. Jako pożyczkodawca zażąda wyższej bonifikaty od stopy wypożyczającego na rynku.

Praktycznie biorąc, wielkość marży, zwłaszcza na waluty międzynarodowe, jak funt i dolar, jest stosunkowo nieznaczna ze względu na niezwykle konkurencję rozwiniętą na takich rynkach, jak Londyn, N. York i Paryż. W tych warunkach sytuacja wekslarza jest szczególnie delikatna, zwłaszcza gdy rynek wykazuje większą niż zwykle nerwowość i w ciągu dnia duże skoki kursów, a w związku z tem stopy terminowej. Położenie staje się wręcz trudnem, gdy wekslarz odbiera telefonem zlecenie bezwarunkowe kupna i sprzedaży terminowej i w ciągu kilku minut trwającej rozmowy musi ogarnąć cały rynek i dać definitywną odpowiedź. Ażeby nie stracić okazji zysku, wekslarz winien obejmować w swych obliczeniach możliwości zarobku również i na rynkach zagranicznych. Wszak kontrpartniera pożyczki np. w dolarach, zwłaszcza gdy chodzi o wielkie sumy, znaleźć można nie tylko w Paryżu, lecz również dobrze w N. Yorku lub Londynie. Otóż chcąc operować na rynkach zagranicznych, wekslarz musi nieustannie porównywać stopy terminowe.

Porównywanie stopy terminowej na dwóch rynkach, z których jeden notuje „uncertain“, a drugi „certain“, otrzymuje się bezpośrednio, bez żadnych specjalnych obliczeń. Ze sposobu bowiem notowania „certain“ wynika, że stopa bonifikaty i premji wyraża się w walucie obcej i wskazuje, ile np. funt szterling wart jest dolarów, franków, lirów, pesetów i t. p. lub ich setnych części drożej lub taniej na termin niż za gotówkę. W związku z tem sposób notowania funta angielskiego jest wszędzie jednakowy.

Gdyby w Warszawie istniał rynek dla operacji terminowych, wówczas stopa terminowa dewizy angielskiej wyrażałaby się groszami, tak jak to ma miejsce w stosunku do złotego w Londynie. Premja w Warszawie odpowiadałaby discount'owi w Londynie. Natomiast bonifikata w Warszawie odpowiadałaby premji w Londynie, co znaczyłoby, że w Warszawie dewiza na Londyn jest tańsza na termin niż za gotówkę, a równocześnie dewiza na Warszawę byłaby w Londynie droższa na termin niż za gotówkę. Zarówno bowiem w Warszawie, jak w Londynie pożyczać złote wzamian za funty jest to samo, co wypożyczać funty wzamian za złote. Stopa więc kupna terminowego lub pożyczkodawcy dewizy na Londyn w Warszawie odpowiadałaby stopie sprzedaży względnie pożyczkobiorcy dewizy na Warszawę w Londynie, i vice versa stopa sprzedaży względnie pożyczkobiorcy dewizy na Londyn w Warszawie odpowiadałaby stopie kupna względnie pożyczkodawcy dewizy na Warszawę w Londynie.

Ażeby zilustrować porównanie stóp terminowych na konkretnym przykładzie, weźmiemy pod uwagę notowania terminowe funta w Paryżu według danych z 6 lutego 1933 r., zaczerpniętych z L'Information z 7 lutego 1933 r., oraz notowania franków francuskich z tego samego dnia w Londynie według The Financial News z 7 lutego 1933 r.

Report wynosił w Paryżu w stosunku do Londynu 5—7 c na 1 miesiąc oraz 21—24 c na 3 miesiące, podczas gdy discount w Londynie w stosunku do Paryża wynosił 5—10 c na 1 miesiąc oraz 23—28 c na 3 miesiące. Jak więc wypadnie porównanie stóp na 1 miesiąc?

Stopa wypożyczającego t. zn. kupującego na termin funty wzamian za franki w Paryżu wynosi 5 c. Stopa zaś pożyczającego t. zn. sprzedającego na termin funty wzamian za franki, wynosi w Paryżu 7 c. W Londynie natomiast stopa pożyczającego t. zn. sprzedającego na termin franki wzamian za funty, wynosi 5 c, podczas gdy stopa wypożyczającego t. zn. kupującego na termin franki wzamian za funty, stanowi 10 c.

Jednakże, ażeby móc wypożyczyć funty wzamian za franki w Paryżu, trzeba zaakceptować warunki pożyczko-

biorey i zapłacić mu 7 c od każdego funta. Tymczasem pożyczając franki za funty w Londynie, zapłaci się 10 c od każdego funta.

Franki, o które tu chodzi w jednym i w drugim wypadku z dostawą i płatne za 1 miesiąc są tańsze w Paryżu, aniżeli w Londynie i dlatego więcej opłaci się udzielać pożyczki w funtach wzamian za franki w Paryżu, aniżeli pożyczając franki wzamian za funty w Londynie.

Jeżeli chodzi natomiast o zaciągnięcie pożyczki, wówczas można pożyczyć tylko po stopie, przy której znajdzie się pożyczkodawcę. Zatem w Paryżu pożyczający w funtach wzamian za franki otrzyma tylko 5 c od każdego funta. W Londynie wypożyczający franki wzamian za funty otrzyma również tylko 5 c od funta.

Funty, o które chodzi i w jednym i drugim wypadku, są tak samo drogie w Paryżu, jak w Londynie.

A jak wypadnie porównanie stóp na trzy miesiące?

Stopa wypożyczającego t. zn. kupującego z terminem trzymiesięcznym funty wzamian za franki wynosi w Paryżu 21 c. Stopa zaś pożyczającego t. zn. sprzedającego z terminem trzymiesięcznym funty wzamian za franki wynosi w Paryżu 24 c. Oczywiście, by móc zaciągnąć pożyczkę w funtach, trzeba zaakceptować tylko 21 c, podczas gdy udzielający pożyczki w funtach zgodzi się zapłacić 24 c.

W Londynie natomiast stopa pożyczającego t. zn. sprzedającego z terminem trzymiesięcznym franki wzamian za funty wynosi 23 c. Niemniej jednak, żeby móc pożyczyć franki, trzeba zapłacić 28 c t. zn. stopę pożyczkodawcy. Ten zaś, gdy zechce udzielić pożyczki, zadowolić się będzie musiał stopą 23 c od funta t. j. stopą pożyczkobiorcy.

Wypożyczając więc funty wzamian za franki w Paryżu, zapłacić należy pożyczkobiorcy 24 c. Tymczasem pożyczając franki za funty w Londynie, należy zapłacić 28 c od każdego funta. Franki więc z dostawą i płatne za trzy miesiące tańsze są w Paryżu i dlatego wypożyczanie funtów wzamian za franki opłaci się więcej w Paryżu, aniżeli pożyczając franki w Londynie wzamian za funty. Pożyczając natomiast funty wzamian za franki w Paryżu, można otrzymać 21 c, podczas, gdy wypożyczając franki wzamian za

funtów w Londynie, otrzyma się 23 c. Funtów więc z dostawą i płatne za trzy miesiące są tańsze w Londynie, gdzie więcej się opłaci wypożyczać franki wzamian za funty, aniżeli wypożyczać funty za franki w Paryżu.

Z przytoczonego porównania stóp terminowych w Paryżu i Londynie wynika, że z jednej strony franki terminowe wzamian za funty tańsze są w Paryżu, a z drugiej strony funty z dostawą i płatne na termin wzamian za franki tańsze są w Londynie. Fakt ten pozostaje w ścisłym związku z pozycją zwykłą, jaką zajął Paryż w stosunku do Londynu już w początkach grudnia 1932 r., a którą nadal utrzymuje. Zwyżka objęła równolegle kurs gotówkowy i terminowy.

Porównanie stóp terminowych również nie przedstawia większych trudności, gdy dwa zainteresowane rynki notują uncertain. Stopy stają się wówczas porównywalne przez arbitraż, nieczem nieróżniący się technicznie od arbitrażu gotówkowego, tak niezwykle ułatwionego w dzisiejszej dobie dzięki prostym w użyciu przyrządom w stylu Logas — Calculator Daemen — Schmid, Logz lub t. zw. Feuilles de parité dla każdej niemal waluty i t. p., bez pomocy których praca przy obecnym tempie byłaby wprost nie do pomyślenia.

Gdy wchodzi w grę np. kilka rynków, arbitraż siłą faktu bardziej się komplikuje. Bardzo często bowiem wekslarz otrzymuje naraz dwa, a nawet trzy telefony ze zleceniami od korespondentów i, wykorzystując okazję, zapytuje o stan tamtejszych rynków, o stopę terminową pożyczek w funtach, dolarach i t. p. w celu porównania i ewentualnego przekazania natychmiast własnych zleceń. Dzięki niezwykłym w tym kierunku zdolnościom, jakie winien posiadać wekslarz, ogarnia on w ciągu kilku minut trwającego połączenia telefonicznego stan rynków zagranicznych i wykorzystuje możliwości tańszego kupna lub droższej sprzedaży dewiz na termin.

Ażeby zilustrować na przykładzie arbitrażowanie trzech walut, wyobraźmy sobie, że jakiś bank francuski poszukuje pożyczki w dolarach za pośrednictwem innego rynku np. Londynu w celu udzielenia tej pożyczki w Paryżu. Chcąc

operować na innym rynku, jak w tym wypadku w Londynie, trzeba tam przenieść swoje fundusze przez pożyczanie funtów na rynku w Paryżu w celu ich wypożyczenia wzamian za dolary w Londynie, o ile oczywiście kombinacja wypożyczenia franków wzamian za funty w Londynie okazała się mniej rentowną.

Pożyczka dolarów w Londynie oraz pożyczka funtów w Paryżu w wypadku premji na £. w Paryżu i \$ w Londynie pozostawia zysk należny pożyczkobiorcy. Natomiast wypożyczenie dolarów w Paryżu spowoduje stratę. Arbitraż więc przedstawiać będzie korzyści pod warunkiem, że stopy terminowe, jakie należy wziąć w rachubę, dadzą w ostatecznym rezultacie pewną korzyść. Pamiętać przytem należy, że bank użyje w swych operacjach drogi pośredniej wtedy tylko, gdy otrzyma w ten sposób stopę pożyczkobiorcy wyższą od takiejże stopy na własnym rynku. Różnica między temi stopami stanowi zysk operacji pośredniej. W praktyce bank rozwiąże operację pośrednią w następujący sposób.

Przypuśćmy, że kurs dolara w Londynie wynosi 1 £. = 3,40, a kurs dolara w Paryżu 25,60. Premja dolara w Londynie 1 c, w Paryżu funta 24 c. Parytet premji w Paryżu w stosunku do dolara wypada:

$$\frac{(0,01 \times 25,60) + 0,24}{3,40} = 0,1406 \text{ ffrs.},$$

to znaczy, że premja, przy której można pożyczyć dolary w Londynie wynosi 14 centymów francuskich. Operacja się opłaci, jeżeli stopa ta przewyższa stopę pożyczkobiorcy w dolarach w Paryżu, to znaczy stopę, po której można wypożyczyć dolary.

Od arbitrażu więc stopy dolarów w Londynie zależeć będzie, czy warto podjąć operację pośrednią.

Rozumowanie to w niczem się nie zmieni w swych podstawach, gdy premję zastąpimy bonifikatą lub, zamiast zaciągać pożyczkę, będziemy chcieli udzielać pożyczki za pośrednictwem jakiegoś innego rynku.

5. Stopa terminowa a rynek pieniężny.

Na wielkość różnicy między kursem dewizy, która ma być dostarczona i płaćna po upływie pewnego terminu, a kursem gotówkowym tej samej dewizy, wpływają elementy różnorodnej natury, zmieniające się zresztą przede wszystkim w zależności od przebiegu konjunktury gospodarczej. Należy więc odróżniać kształtowanie się kursów terminowych w okresach normalnych i w okresach kryzysu, kiedy funkcjonowanie jednej z porównywanych walut, chociażby to była waluta złota, wzbudza niepokój na najbliższą przyszłość. W okresach normalnych, jeżeli porównamy dwie zdrowe waluty, odchylenie kursów terminowych od gotówkowych tłumaczy się głównie różnicą stopy procentowej. Odchylenie to wyrazi się premją, gdy stopa procentowa na rynku wewnętrznym jest wyższa, aniżeli zagranicą. Na rynku powstanie bonifikata, gdy stopa procentowa w kraju jest niższa, aniżeli zagranicą. „Istota” — pisze J. M. Keynes — „różnicy między kursem terminowym a gotówkowym tkwi w oprocentowaniu pożyczek krótkoterminowych, to znaczy kapitałów zdeponowanych albo wypożyczonych na krótki okres czasu na dwóch porównywanych rynkach”¹. „Kurs kupna na termin pewnej waluty na rynku finansowym najdroższym zmierza do tego, żeby być droższym od kursu gotówkowego w miesięcznym stosunku procentowym, równym nadwyżce procentów, jaką można osiągnąć w ciągu miesiąca na rynku najdroższym w porównaniu z rynkiem najtańszym”². W ten sposób odchylenie kursu terminowego w porównaniu z gotówkowym, regulowane efektywną różnicą stopy procentowej, zmierza, jak omówimy to poniżej, do wyrównania tej ostatniej. Dzięki tego rodzaju niwelacji między stopą procentową wewnątrz i na zewnątrz kraju staje się możliwa ekspansja kapitałów zagranicę w formie powszechnie uznanej za najbardziej zdrową i pożądaną, to jest przez dyskontowanie efektów handlowych. Jak wówczas tworzy się stopa terminowa, postaramy się przedstawić na następującym przykładzie.

¹ Monetary Reform, str. 124.

² Ibidem, str. 124.

Załóżmy, że jakiś bank londyński otrzymuje do dyskonta złożony przez klienta polskiego trzymiesięczny weksel np. na 10.000 zł. z warunkiem, że równowartość po potrąceniu dyskonta będzie wypłacona w złotych. Ażeby móc oddać 10.000 zł. do dyspozycji klienta, bank musi je pożyczyć na rynku na trzy miesiące. Pokrycie zaś pożyczki otrzyma po zainkasowaniu weksla w terminie płatności. Jednakże za otrzymaną pożyczkę w złotych zapłaci w funtach, zaangażuje więc fundusze, które normalnie fruktyfikowałyby na rynku londyńskim, przynosząc np. 3%. Tymczasem z tytułu dyskonta weksla w złotych bank osiągnie np. 6%, ponieważ bank, chcąc sobie zarezerwować możliwość zmobilizowania gotówki w drodze redyskonta, zastosuje stopę, jaka obowiązuje na zainteresowanym rynku zagranicznym. W tenże sposób bank londyński realizuje zysk większy o 3% w stosunku rocznym, dzięki czemu znaczną część tego zysku będzie musiał ustąpić na dobro pożyczkodawcy, który, dostarczając mu złotych, umożliwił dyskonto. Na złote powstanie bonifikata (discount) t. zn. że bank, który dyskontował weksel złotowy, może po trzech miesiącach bez straty sprzedać złote taniej, niż kupił za gotówkę. Przy kursie £. 1 = 30 5/8 bonifikata wyniosłaby:

$$\frac{30,625 \times 3}{4 \times 100} = 0,23 \text{ zł. za trzy miesiące.}$$

Oczywiście przy tej stopie bank dyskontujący weksel nieby na tem nie zarobił. Ażeby zrealizować zysk, zażąda od wypożyczającego złote mniejszej bonifikaty.

Nie chcąc zmieniać przykładu, wyobraźmy sobie, że sytuacja się odwróciła, że stopa dyskontowa w Londynie podwyższyła się do 5%, a w Warszawie spadła do 3%. Wówczas Londyn będzie dyskontował weksle na Warszawę według stopy 3%; poniósłby wtedy stratę w wysokości 2% w stosunku rocznym, ponieważ, fruktyfikując swoje kapitały w funtach, otrzymałby 5%. Ażeby pokryć stratę, bank musi na termin sprzedać złote drożej, aniżeli kupił za gotówkę. Jeżeli kurs funta wynosił 30 1/8 zł., bank, dyskontujący weksel złotowy, winien sprzedać o

$$\frac{30,125 \times 2}{4 \times 100} = 0,15 \text{ zł. drożej na każdym funcie w stosunku}$$

kwartalnym. Lecz przy tej stopie bank zaledwie odzyska poniesioną stratę. Ażeby osiągnąć zysk, musi otrzymać premję większą.

Stopa terminowa utworzy się w analogiczny sposób, gdy bank użyje w handlu terminowym dewizami operacyj reportowych, które de facto nie są niczem innym, jak przeniesieniem kapitału z kraju do kraju. Z każdą bowiem sprzedają terminową względnie zaciągniętą pożyczką w dewizach z punktu widzenia fruktyfikacji funduszków wiąże się wierzytelność w walucie obcej oraz dług w walucie krajowej, podczas gdy z każdym kupnem terminowym względnie udzieloną pożyczką wiąże się dług w walucie obcej oraz wierzytelność w walucie krajowej, oczywiście pod warunkiem, że fundusze te nie zostaną zużytkowane dla innych jakiś celów. Każda więc operacja reportowa ma swą stronę debetową i kredytową, od której pobiera się albo należy zapłacić odsetki raz w walucie krajowej, a drugi w walucie obcej. Jeżeli odsetki w walucie krajowej przewyższają odsetki w walucie obcej, wówczas i kupno i sprzedaż terminowa jest droższa od gotówkowej. I naodwrot. Różnica więc odsetek wyrazi się w formie premji lub bonifikaty, zależnie czy stopa procentowa na rynku wewnętrznym jest wyższa lub niższa, aniżeli na danym rynku zagranicznym.

O wysokości premji lub bonifikaty nie decyduje tylko różnica oficjalnej stopy dyskontowej, lecz niejednokrotnie w wybitniejszym stopniu różnica stóp na wolnym rynku dla lokat kapitałów tego samego rodzaju i na ten sam termin. Zazwyczaj każdy rynek posiada przodującą w danym momencie stopę procentową dla ogólnych warunków kredytowych, która z punktu widzenia międzynarodowych ruchów kapitałów pieniężnych przedstawia stosunkowo największą siłę atrakcyjną. Stopę taką może reprezentować w danej chwili pieniądz dzienny, innym razem dyskonto prywatne. W Londynie np. dominującą stopą może być stopa „day to day money” czyli awansów między bankami, bądź też stopa „discount bank bills” na dwa lub trzy miesiące, odpowiadająca prywatnej stopie dyskontowej w Paryżu „taux hors banque”. Stopa prywatnego dyskonta

w Paryżu może być stosowaną przez banki, należące do Union Syndicale de Banques et Banquiers de Paris, tylko do weksli, których suma przewyższa minimum 10.000 ffrs. z terminem obiegu conajmniej 45 dni. Pieniądz dzienny czyli argent au jour le jour polega na pożyczkach a vista między bankami w związku z regulowaniem asygnat przelewowych na Banque de France. Rynek dziennego pieniądza jest w Paryżu naogół mało ożywiony z wyjątkiem ultimo miesiąca i w ciągu kilku dni następnych. Banki bowiem, wobec niezwyklej taniości pieniądza, jaka ma miejsce we Francji od połowy 1927 r. bez przerwy, starają się lokować wolne środki zagranicą i w związku z tem zmniejszone zasoby pogotowia kasowego we frankach zmuszają je do wykorzystywania rynku pieniądza dziennego celem dokonywania głównie miesięcznych likwidacyj.

W N. Yorku stopy te noszą nazwę „call money” oraz „time money”. Call money stanowią pożyczki o jednodniowym wypowiedzeniu. Mogą być nieustannie prolongowane. Time money obejmuje pożyczki przeważnie na dwa lub trzy miesiące. Z pożyczek jednego i drugiego rodzaju korzysta spekulacja w swych tranzakcjach reportowych pod zastaw papierów wartościowych. Niezwykle wysokie stopy procentowe tych pożyczek w 1929 r. ściągały do N. Yorku wolne kapitały z całego świata.

Jest rzeczą znaną, że jeżeli powstanie różnica stopy procentowej między rynkami, banki natychmiast interwjują i lokują swoje fundusze na rynku zagranicznym, na którym znajdują korzystniejsze warunki. W razie sytuacji odwrotnej, ściągają depozyty posiadane zagranicą lub zaciągają tam kredyt. Ażeby uniknąć strat na kursie, banki dokonywują operacyj reportowych t. zn. kupują za gotówkę i równocześnie sprzedają na termin lub naodwrot. Gdy więc np. stopa call money w N. Yorku przewyższa dostatecznie stopę day to day money w Londynie, wówczas opłaca się nabywanie dolarów i plasowanie funduszków w N. Yorku.

Kupując dolary, bank londyński obciąża swego amerykańskiego korespondenta w dolarach, a uznaje w funtach. Za dolary zatrudnione w N. Yorku otrzyma wyższe odsetki, aniżeli sam zapłaci. W Londynie wówczas dolary terminowe

będą tańsze w porównaniu z gotówkowymi. Powstanie bonifikata (discount) na dolary, która będzie tem wyższa, im pieniądź w N. Yorku okaże się droższy w stosunku do stopy procentowej w Londynie.

Jeżeli natomiast stopa procentowa w Londynie zacznie wzrastać, wówczas brak środków płynnych, jaki niewątpliwie da się odczuć, spowoduje repatrjację funduszy ulokowanych zagranicą. Równocześnie banki zagraniczne podejmą poprzednią akcję banków londyńskich i będą udzielać kredytu. Funt gotówkowy stanie się poszukiwanym wzajemian za dolary, franki, floreny i t. p. Tymczasem mało będzie nabywców tych walut, gdyż wszyscy zechcą posiadać funty. Kurs gotówkowy tych dewiz spadnie w porównaniu z terminowym, ponieważ funty zatrudnione w Londynie przyniosą wyższe odsetki, aniżeli np. dolary w N. Yorku lub franki francuskie w Paryżu. Poprzednie odchylenie stopy terminowej zacznie się zmniejszać, aż bonifikata spadnie do równi, poczem przekształci się w premję tem większą, im pieniądź w Londynie okaże się droższy w stosunku do stopy procentowej zagranicą.

Jak szybko oddziałuje zmiana stopy dyskontowej na zmianę stopy terminowej, uwydatni przykład zaczerpnięty w New Yorku. Bank Rezerwy Federalnej tego miasta, obniżając stopę dyskontową w dniu 20 czerwca 1930 r. z 3% na 2½%, zamierzał przyjść z pomocą rynkowi londyńskiemu, na którym stopa dyskontowa utrzymywała się na poziomie 3%. Stwarzając zaś różnicę stóp dyskontowych między New Yorkiem a Londynem na korzyść tego ostatniego, bank chciał w ten sposób zrównoważyć popyt na dolary eksportem kapitałów amerykańskich do Europy. Kurs funta w New Yorku zareagował natychmiast na to zarządzenie wzrostem z \$ 4.8587 na \$ 4,86 za 1 funt. Równocześnie premja w stosunku do funta spadła do równi.

Jak już powiedziano, przez różnicę procentów na dwóch odrębnych rynkach nie należy rozumieć wyłącznie różnicy między oficjalnymi stopami dyskontowymi, lecz co najmniej nie w mniejszym stopniu różnicę stóp procentowych wolnego rynku.

Bardzo charakterystyczny przykład współzależności

stopy terminowej od stopy procentowej na wolnym rynku możemy zaobserwować w Paryżu w stosunku do Londynu na początku lutego 1931 r. W dniu 10 lutego tego roku na rynku pieniężnym Paryża prywatna stopa dyskontowa utrzymywała się na poziomie 1¾%, podczas gdy odsetki, jakie można było otrzymać za Bony Skarbowe lub Obrony Narodowej, wynosiły według stopy Caisse Autonome d'Amortissement 2, 2½ i 2¾% za jeden, dwa i trzy miesiące w stosunku rocznym. W związku z tem stopa na wolnym rynku w Londynie, chociaż przewyższała nieco stopę, istniejącą w tym czasie w Paryżu, okazała się zbyt mało atrakcyjną, ażeby umożliwić plasowanie krótkoterminowych kapitałów francuskich na większą skalę. Interwencja Banku Angielskiego, zmierzająca do podrożenia pieniądza bez uciekania się do zwyżki stopy dyskontowej, nie dała pozytywnych rezultatów. Osużyła wprowadzić rynek w drogę open market operations, powodując wzrost prywatnej stopy dyskontowej, jak również pieniądza dziennego, do 2½%, lecz i wówczas różnica stóp w porównaniu z Paryżem okazała się niedostatecznie rentowną. W tych warunkach kurs funta w Paryżu utrzymywał się na poziomie 123,965 ffrs., a bonifikata sięgała 5 c na 1 miesiąc oraz 9 c na trzy miesiące. Dopiero nazajutrz, kiedy Caisse Autonome d'Amortissement obniżyła stopę na 1⅞ — 2 — 2½ dla bonów za jeden, dwa i trzy miesiące, „skutki tego kroku“ — zdaniem dziennika „L'Information“ — „nie dały na siebie czekać, ponieważ kurs gotówkowy funta wzrósł do 123,98 ffrs., a depozyty wzmożyły się na 6½ c na jeden miesiąc oraz 11½ c na trzy miesiące“¹.

Jest rzeczą jasną, że stopa rynku wolnego z punktu widzenia międzynarodowych ruchów kapitałów pieniężnych odgrywa wybitniejszą rolę, aniżeli stopa oficjalna. Jest bowiem rzeczywistą skalą rentowności kapitałów pieniężnych, zatrudnionych na danym rynku. Zjawisko to uwydatnia się mocniej, gdy cele i zadania tych stóp pozostają ze sobą w sprzeczności. Oczekiwane tendencje ruchu kapitałów pieniężnych skrzyżują się i znajdują swój wyraz w ewolucji stopy terminowej, w której odzwierciedli się wówczas prze-

¹ 12. II. 1931 r.: „Le marché monétaire et les changes“.
E. Ugniewski: Handel terminowy dewizami.

waga rynku wolnego. Ażeby przekonać się o tem, spójrzmy na sytuację, jaka się wytworzyła między Paryżem i Londynem w końcu kwietnia i na początku maja 1930 r. Jak o tem już w swoim miejscu wspominaliśmy, Paryż akumulował wtedy płynne środki w związku z przewidywaną subskrypcją akcji Banku Rozrachunków Międzynarodowych oraz obligacji reparacyjnych Niemiec w wykonaniu planu Younga. Tymczasem pod wpływem Bank of England, który pomimo niskiego kursu funta na rynkach zagranicznych obniżył w dniu 1 maja 1930 r. stopę dyskontową z $3\frac{1}{4}\%$ na 3% , nastąpiła w imię solidarności banków emisyjnych dalsza zniżka oficjalnych stóp dyskontowych w New Yorku, w Paryżu i Brukseli, aczkolwiek wolne rynki tych krajów niezupełnie były do tego przygotowane. W Paryżu pomimo zniżki stopy oficjalnej dyskonta w tymże samym dniu z $3\frac{1}{2}\%$ na $2\frac{1}{2}\%$ istniało dość znaczne napięcie na rynku pieniężnym: stopa argent au jour le jour sięgała $2\frac{1}{2}\%$, a stopa hors banque $2\frac{3}{8}\%$ i $2\frac{7}{16}\%$. W Londynie natomiast obniżka stopy oficjalnej pociągnęła za sobą spadek stopy day to day money z 2% na $1\frac{1}{2}\%$ oraz stopy bank bills z $2\frac{3}{8}\%$ na $2\frac{1}{4}\%$. Wyższy poziom stopy procentowej na wolnym rynku w Paryżu w porównaniu z Londynem, wbrew różnicy stopy oficjalnej na korzyść tego ostatniego, skłaniał Paryż do szukania wyjścia z napiętej sytuacji na rynku pieniężnym przez realizację dewiz, głównie na Londyn. W związku z tem kurs funta w Paryżu spadł 2 maja 1930 r. z 123,93 ffrs. na 123,85 ffrs. t. zn. o 3 mniej więcej punkty poniżej kursu przypływu złota do Francji. Operacje zaś terminowe funtami z dostawą trzymiesięczną, zawierane jeszcze w ostatnim tygodniu kwietnia z niewielką wprawdzie bonifikatą, traktowane były w ciągu ostatnich dni miesiąca porówni, a 2 maja powstała premja w wysokości 6 centymów. W ostatecznym więc rezultacie pożyczający funty, zamiast płacić, jak przed kilku dniami, bonifikatę wypożyczającemu, otrzymuje od niego obecnie remunerację wzajemian za franki, które mu odstąpił.

Jeżeli ryzyko ogólne operacji jest takie samo, stopa terminowa zawsze dążyć będzie do osiągnięcia swego poziomu „matematycznego“, to znaczy do poziomu, pozwalają-

cego na zniwelowanie różnicy stóp procentowych na danych rynkach. Wielkość matematyczna stopy terminowej jest wynikiem działania i oddziaływania za pośrednictwem ruchu kapitałów, polegającego na arbitrażu stopy procentowej i terminowej. Arbitraż, wykorzystując różnicę tych stóp, zmienia warunki popytu i podaży i zbliża w ten sposób dwa uprzednio różne poziomy do stanu równowagi, do której one stale grawitują. Ponieważ zakładamy, że stopa procentowa pozostaje wielkością stałą, zatem stopa terminowa, jako wielkość zmienna, w pierwszym rzędzie ulegać będzie wpływom arbitrażu. Dopiero późniejszym jego skutkiem jest wpływ na stopę procentową i oddziaływanie na t. zw. solidarność rynków pieniężnych.

Mówiąc językiem potocznym, porównywanie warunków rentowności na danych rynkach wymaga uwzględniania stopy terminowej netto, to znaczy stopy procentowej rynku zagranicznego powiększonej o premję lub zmniejszonej o bonifikatę albo stopy procentowej na rynku wewnętrznym, zwiększonej o bonifikatę lub zmniejszonej o premję. Arbitraż stopy procentowej opłacać się będzie, dopóki stopa procentowa zagranicą zmniejszona o bonifikatę przewyższa stopę procentową w kraju albo inaczej, gdy stopa krajowa przewyższa stopę procentową zagraniczną zwiększoną o premję.

Przypuśćmy dla przykładu, że Paryż notuje New York 1 dolar à 25,50 ffrs. oraz bonifikatę, jaką należy zapłacić za pożyczkę w dolarach, 3 c w stosunku trzymiesięcznym. Stopa time money wynosi w tym czasie $3\frac{1}{2}\%$ w New Yorku, a stopa hors banque $2\frac{3}{4}\%$ w Paryżu. Jeżeli bonifikatę przedstawimy w stosunku procentowym do kursu dolara na skali rocznej, to otrzymamy

$$\frac{0.03 \times 4 \times 100}{25,50} = 0,47\%.$$

W tych warunkach arbitraż stopy procentowej między New Yorkiem i Paryżem będzie się opłacać, ponieważ stopa procentowa w New Yorku zmniejszona o bonifikatę t. zn. $3,5\% - 0,47\%$, przewyższa stopę procentową w Paryżu. Operacje arbitrażowe stopy procentowej w New Yorku będą trwały tak długo, aż stopa terminowa osiągnie swój poziom matematyczny. Gdyby zaś bonifikata przewyższała

różnicę stóp procentowych, wówczas arbitrażyści w Paryżu zajmą pozycję o odwróconym kierunku: obok pożyczkobiorców dolarów zjawia się w większej masie jako pożyczkodawcy; ze sprzedaży na termin rynek będzie się orjentował w kierunku kupna na termin. Ta dwutorowość akcji, powstałej dzięki arbitrażowi, hamuje nadmierny rozwój stopy terminowej i sprowadza ją do jej matematycznej wysokości.

Trzeba jednak nadmienić, że arbitraż stopy terminowej jako regulator tejże jest o wiele łatwiejszy, jeżeli wydajność kapitału pieniężnego w kraju jest niższa aniżeli zagranicą, ponieważ zawsze się znajdzie możliwość ulokowania zagranicą nadmiaru płynnych środków. W przeciwnym zaś razie arbitraż będzie tylko wówczas możliwy, gdy w obu krajach istnieje takie samo ogólne ryzyko operacyjny t. zn., że warunki polityczne i gospodarcze nie stoją na przeszkodzie dopływowi kredytów zagranicznych. Inną okolicznością, która wówczas utrudni zadanie arbitrażu, jest fakt, że wyższa stopa procentowej spowodować może taką drożyznę i brak pieniądza na rynku wewnętrznym, że powstanie brak dostatecznej ilości płynnych środków, pozwalających na zrównoważenie wygórowanej premii przez kupno za gotówkę i sprzedaż na termin po znacznie wyższym kursie.

Pozatem stopa procentowa jako regulator stopy terminowej traci swe znaczenie w kraju, w którym wskutek braku lub złej organizacji rynku pieniężnego, zaciąganie pożyczek napotyka trudności. Kraj taki „może być uważany dla ułatwienia rozumowania za kraj o niskiej stopie procentowej nawet wtedy, gdy utrzymywana przez dłuższy czas stopa procentowa bynajmniej nie jest niska. Z tych właśnie względów Londyn i New York są rynkami naogół bardziej pociągającymi, aniżeli jakiekolwiek centrum kontynentu¹. Dzięki nieporównanej organizacji rynku pieniężnego Londyn, a w znacznie mniejszym stopniu New York, stał się clearingiem międzynarodowych wędrowek kapitałów pieniężnych. Funt zaś, przyjmując rolę wehikułu, przenoszącego ten kapitał, podlega siłą faktu fluktuacjom, wywoła-

¹ Keynes J. M., Monetary Reform, str. 125.

nym czynnikami międzynarodowymi, których przyczyną często nie należy się dopatrywać w samej istocie stosunków angielskich. Tego rodzaju sytuacja Londynu niejednokrotnie powodowała depresję, innym znów razem znaczną poprawę gotówkowego kursu funta. W tych warunkach kurs terminowy dewizy angielskiej niezawsze jest wynikiem różnicy stopy procentowej. Bardzo często natomiast jest wyrazem lokat plasowanych w innych krajach za pośrednictwem funta po stopie procentowej znacznie wyższej, aniżeli ma to miejsce w Londynie.

Sytuację taką obrazuje poniższe zestawienie ewolucji kursu funta w Paryżu na tle rozwoju stóp procentowych w lutym, marcu i kwietniu 1930 r.¹:

Data:	Paryż		Londyn		kurs funta angielskiego	Paryż	
	stopa argent au jour le jour	stopa escompte hors banque	stopa day to day money	stopa disc bank bills		deport	
						na 1 mies.	na 3 mies.
29. I. 1930	2 $\frac{1}{2}$	3 $\frac{1}{4}$	3 $\frac{1}{2}$	3 $\frac{7}{8}$	123,91	4 $\frac{1}{2}$	7 $\frac{1}{2}$
6. II. "	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{3}{4}$	4	3 $\frac{13}{16}$	124,03 $\frac{1}{2}$	6	15
19. II. "	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{3}{4}$	3 $\frac{1}{2}$	3 $\frac{5}{8}$	124,27	13	27
27. II. "	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{5}{8}$	4	3 $\frac{1}{2}$	124,27	15	27
5. III. "	2 $\frac{1}{2}$ —3	2 $\frac{5}{8}$	3 $\frac{3}{4}$ —4	3 $\frac{5}{16}$	124,26	11	25
18. III. "	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{9}{16}$	3 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{13}{16}$	124,30	10	24
22. III. "	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{7}{16}$	2	2 $\frac{5}{8}$	124,32	9	21
26. III. "	2 $\frac{1}{4}$	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{2}$ —3	2 $\frac{1}{8}$	124,27	10	10
14. IV. "	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{2}$	124,18	6	23
30. IV. "	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{2}$	2	2 $\frac{5}{8}$	123,93	równia	

Wzrost kursów gotówkowych funta oraz równoległe napięcie bonifikaty, które naogół w czasach normalnych może być przyjęte za regułę, pozostawały w tym okresie w ścisłym związku z tem, że Francja zdecydowała się wreszcie wejść na drogę międzynarodowych lokat krótkoterminowych. Jak wiadomo, dojrzewały wtedy ambitne plany utworzenia międzynarodowego rynku pieniężnego w Paryżu. Dotychczasowy brak odpowiedniego materiału do dy-

¹ Dane zebrane z codziennych sprawozdań z rynku pieniężnego i dewizowego dziennika „L'Information“.

skonta należało wypełnić przez organizację międzynarodowego rynku akceptowego na wielką skalę. Rolę tę powierzono Banque Française d'Acceptation, który powstał w lutym tego roku pod egidą Banque de France i przy wydatnym współudziale głównych banków paryskich z Banque de Paris et des Pays Bas naczele. Równocześnie rząd opracowywał „la loi sur les dégrèvements“, które weszło w życie 27 kwietnia 1930 r., a które miało usunąć zapory wielkiego zbiornika kapitałów, jakim jest niewątpliwie Francja.

Ekspansja kredytów krótkoterminowych znalazła swój wyraz w wyższości wielu walut, będących szczególnie przedmiotem zainteresowania rynku paryskiego, jak funt, dolar i marka niemiecka. Zdecydowanie wysoki kurs funta wskazywał, że istnieje nurt kapitałów, szukających zatrudnienia w Londynie. Zjawisko to było raczej przejściowe: funt służył tylko do ochrony przed ryzykiem. Kapitały lokowane były gdzieindziej. Już bowiem 19 lutego posiadacze kredytów w walucie angielskiej za czasowe ich odstąpienie żądali wysokiej bonifikaty. Trzeba było w tym dniu płacić np. 13 c deportu za 1 miesiąc oraz 27 c za trzy miesiące. Niezwykle wysoka bonifikata powodowała, że remuneration trzymiesięcznych lokat w Londynie po potrąceniu deportu wynosiła ca 2³/₄%, t. zn. mniej więcej tyle, co można było otrzymać w Paryżu. Nie widoki więc wyższej remuneration kierowały odpływem kapitałów z Paryża do Londynu, lecz, w poszukiwaniu wyjścia dla rozporządzalnej nadwyżki środków, za pośrednictwem funta plasowano kapitały w innych krajach, przedewszystkiem w Europie centralnej. Zjawisko to staje się zupełnie wyraźne w miesiąc później, gdy prywatna stopa dyskontowa w Londynie jest niższa aniżeli w Paryżu, a stopa deportu pozostaje mniej więcej na dawnej wysokości. Już w dniu 22 marca, biorąc pod uwagę bonifikatę, jaką otrzymują ci, którzy odstępują czasowo swoje kredyty w funtach, pomimo jeszcze nieznacznej przewagi stopy procentowej na korzyść City, byłoby korzystniej dla Londynu plasować kapitały w Paryżu; jednak stosunkowo znaczne osłabienie kursu franka (funt = 124,32 ffrs.) wskazywało nadal na rozwój pożyczek zagranicznych na rynku francuskim. Część międzynarodowych operacji, dokonywa-

nych przedtem zawsze w Londynie, opłacało się jeszcze dokonywać w Paryżu. Lecz 26 marca międzynarodowy rynek akceptowy ma bezapelacyjnie większe szanse rozwoju w Londynie. Już nie opłaca się nabywać efektów handlowych na rynku londyńskim, natomiast opłaca się więcej trasować na Londyn. Znaczne napięcie bonifikaty nie da się wówczas żadną miarą wyjaśnić różnicą stóp procentowych. Wchodzi tu w grę inny element stopy terminowej: popyt i podaż dewiz, jak w danym wypadku w związku z nieustającym do końca kwietnia 1930 roku nurtem kapitałów francuskich zagranicę via Londyn.

Podaż i popyt dewiz jest niezmiernie ważnym czynnikiem, wpływającym na powstanie premii lub bonifikaty i oddziaływującym na ich wysokość. Kwestja ta nie tylko wiąże się, jak w omawianym wyżej wypadku, z ekspansją kapitałową rynku pieniężnego, lecz występuje i rozwija się wraz z fluktuacjami sezonowymi popytu i podaży dewiz terminowych ze strony handlu i przemysłu. Sezonowość na rynku dewizowym jest zjawiskiem powszechnem i odgrywa poważną rolę. Jest rzeczą ogólnie znaną, że kraje rolnicze zadłużają się w pierwszej połowie roku, a spłacają zobowiązania w drugiej. Druga połowa roku — to wzmożony eksport zbóż. W Anglii, jak również we Francji, największa przewaga importu nad eksportem przypada na miesiące zimowe w związku z przywozem surowców. W okresach likwidacji zobowiązań lub należności, wynikających z obrotu handlowego, zwiększone zapotrzebowanie dewiz na termin nie może pozostać bez wpływu na wielkość stopy terminowej. Jeżeliby przemysł i handel wyprzedzał rozwój wypadków i zaopatrywał się względnie realizował dewizy wcześniej, można byłoby uniknąć większych wahań stopy terminowej, lecz za ledwie częściowo. W praktyce interwencja banków w tych okresach jest konieczna. Banki, znając sezonowość rynku, muszą zapewnić mu rezerwy bądź w formie uzyskanego kredytu zagranicznego, bądź w formie nagromadzonego zapasu dewiz, i w ten sposób zahamować napięcie stopy terminowej.

Również podażą i popytem tłumaczy się fakt, że stopa terminowa nie jest proporcjonalna do okresów operacji ter-

minowych. Większe lub mniejsze napięcie stopy terminowej na jeden miesiąc w porównaniu z terminem trzymiesięcznym wskazuje, że dany termin jest więcej lub mniej poszukiwany względnie zaofiarowany.

Jeżeli teraz spojrzymy na stopę terminową z punktu widzenia ogólnego, biorąc dany kraj jako całość, wówczas jej ewolucja okaże się bardzo wymownym wskaźnikiem międzynarodowej wymiany kapitałów pieniężnych.

Nierozzerwalny związek między operacjami terminowymi a ruchem kapitałów jest z dotychczasowych wywodów wyraźnie widoczny; operacje terminowe oddają międzynarodowym ruchom kapitałów, opartym na czasowych pożyczkach dewizowych, niezwykle cenną usługę w postaci wyeliminowania ryzyka kursu. Dzięki zabezpieczeniu przed stratami na kursie zwiększają wrażliwość popytu i podaży kapitałów pieniężnych na najłżejsze nawet wahania stopy procentowej, ułatwiając w ten sposób w wyższym stopniu ich wymianę międzynarodową. Tego rodzaju wymiana nie tylko wpływa na uształtowanie się bilansu płatniczego, co znajduje natychmiastowy swój wyraz w barometrze obrotu płatniczego pod formą kursów zagranicznych, lecz zarazem zdradza wyraźną tendencję do wyrównania warunków na danych rynkach pieniężnych, sprzyjając rozwojowi ich ściślejszej międzynarodowej solidarności.

Ta podwójna rola międzynarodowej wymiany kapitałów, opartych na operacjach terminowych dewizami, odzwierciedla się w rozwoju rynku dewizowego oraz pieniężnego, zakładając, w celu uniknięcia nieporozumień, że ten ostatni oznacza wyłącznie rynek pieniężny w walucie krajowej. Każda sprzedaż terminowa względnie zaciągnięta pożyczka w dewizach przez kupno gotówkowe ściąga pieniądź z rynku wewnętrznego i oddaje go do dyspozycji rynku zagranicznego. Zwęża więc rynek krajowy, a powiększa płynność rynku zewnętrznego. Dla kraju, jako dla całości, nastąpiło tylko przeniesienie środków płatniczych z rynku pieniężnego na rynek dewizowy. Natomiast kupno terminowe względnie udzielona pożyczka w dewizach przez sprzedaż gotówkową oddaje zagraniczne środki płatnicze do dyspozycji kraju. Ściągając pieniądź z rynku zewnętrznego, powiększa płyn-

ność rynku wewnętrznego, słowem przenosi środki płatnicze z rynku dewizowego na rynek pieniężny. Jest zrozumiałe, że rynek dewizowy danego kraju będzie się wypełniał przez poszukiwanie dewiz, gdy zaofiarowanie pieniądza jest duże i pieniądź ten jest tani. Rynek ten będzie się opróżniał w miarę, jak dadzą się odczuwać trudności na rynku pieniężnym. Jednocześnie zaś wypełniać się będzie zaofiarowanym przez zagranicę kredytem.

Jednakże, nawiązując do tego, cośmy powiedzieli o możliwościach arbitrażu stopy procentowej, należy się zastrzec, że upłynnienie rynku wewnętrznego posiada pewne granice, zakreślone z jednej strony przez wielkość zapasu dewiz, który w danym czasie nie zostanie zużytkowany dla celów normalnego obrotu płatniczego, z drugiej zaś przez wielkość posiadanych kredytów zagranicznych; kredyty te zresztą łatwo mogą się wyczerpać.

Rynki dewizowe stanowią doniosłe w swej roli międzynarodowej rezerwuary, z których czerpie środki płatnicze zarówno rynek wewnętrzny, jak również rynki zagraniczne. Stanowią one poważne źródło niezawisłości wolnego rynku w stosunku do banków biletowych. Zamiast bowiem zwracać się do instytucji emisyjnej, banki niejednokrotnie wolą wykorzystać możliwości rynku dewizowego. Występując wtedy jako pożyczkobiorcy dewiz, nabywają wierzytelności na zagranicę wzamian za dług w walucie krajowej. W celu zaś zdobycia płynnych środków, wypożyczają na rynku, stojące do ich dyspozycji dewizy.

Badania rynku pieniężnego, a zwłaszcza jego strony dynamicznej, odnoszącej się do międzynarodowego ruchu kapitałów, napotykają zazwyczaj na nieprzewidywane trudności, ponieważ elementy składowe tego zagadnienia wymykają się przed statystyką. Sprawozdania dotyczące tej kwestii zadowolają się przeważnie obserwacjami fragmentarycznymi, opartymi głównie na zmianach stopy procentowej i conajwyżej kursów gotówkowych. Tymczasem żaden wskaźnik nie odzwierciedla tak dokładnie międzynarodowego ruchu kapitałów, jak stopa terminowa. Jej wielkość, bardzo czuła na każdą zmianę, zachodzącą na rynkach pieniężnych, nie-

tylko wskazuje kierunek, lecz również stopień napięcia dopływu i odpływu kapitałów.

Premja lub bonifikata wskazuje, w jakim kraju rynek zatrudnia swoje kapitały. „Jeśli dolary na 1 miesiąc, pisze J. M. Keynes¹, notowane są taniej, aniżeli dolary za gotówkę w Londynie, natenczas wskazuje to, że rynek woli przechować swe fundusze w ciągu wspomnianego miesiąca w New Yorku, aniżeli w Londynie... Jak również, jeśli franki, marki, liry notowane są w Londynie drożej na termin niż za gotówkę, to wskazuje, że nabywca angielski woli mieć swe fundusze w Londynie, aniżeli w Paryżu, Berlinie lub Rzymie“. Innymi słowy premja wskazuje na dopływ kapitałów na rynek wewnętrzny, podczas gdy istnienie bonifikaty dowodzi, że rynek lokuje swe kapitały krótkoterminowe zagranicą. Należy jednak pamiętać, że im wyższa bonifikata, tem warunki zaciągniętej w dewizach pożyczki są bardziej uciążliwe. Gdy więc stopa bonifikaty osiągnie plafonu matematycznego, to spowoduje dla pożyczkobiorcy nadmiar kosztów. Poziom ten, praktycznie biorąc, tworzy również dochodu, jaki można osiągnąć w walucie krajowej i zagranicznej.

Jeżeli bonifikata ustępuje miejsca premji, to wskazuje to na zmianę kierunku wymiany kapitałów, przyczem spadek bonifikaty lub wzrost premji oznacza, że pieniądz poszukiwany jest w kraju, co na jedno wychodzi, że pieniądz jest bardziej zaofiarowany na rynku dewizowym. Natomiast spadek premji a wzrost bonifikaty stwierdza, że pieniądz w kraju stanął i że podaż dewiz uległa zmniejszeniu. Dewizy opuszczają dany rynek, ponieważ stopa uległa redukcji. Dewizy są absorbowane na rzecz innych rynków, które mają w tym czasie wyższe oprocentowanie. Dopływ dewiz skolei wpłynie na zniżkę i tej stopy procentowej. W ten sposób nieustanna wędrówka międzynarodowych kapitałów krótkoterminowych wszędzie zostanie zarejestrowana przez ewolucję stopy terminowej.

¹ Monetary Reform, str. 123.

6. Stopa terminowa a spekulacja.

Stopa procentowa przestaje być regulatorem odchylenia między kursem gotówkowym i terminowym w okresach zaniku zaufania, kiedy dany kraj jest w „stanie kryzysu“. Kurs waluty krajowej na rynkach zagranicznych może się zachwiać już wtedy, gdy zachodzą jedynie obawy, że sytuacji gospodarczej i finansowej danego kraju grozi takie niebezpieczeństwo, iż utrzymanie waluty na stałym kursie bez uciekania się do restrykcji dewizowych okaże się w niedalekiej przyszłości niemożliwe. Losy waluty kształtują się wówczas niezależnie od rzeczywistego stanu sytuacji. W każdym poszczególnym momencie są one pod wpływem tych nieuchwytnych czynników, które bardzo często wymykają się spod obserwacji i z trudem nadają się do ujęcia w jakąś zdecydowaną formułę.

Możemy więc bardzo ogólnie przyjąć, że zarówno krzywa popytu jak podaży danego pieniądza kształtuje się na podstawie jego subiektywnej oceny, opartej na przewidywaniu przyszłej jego wartości. To przewidywanie znajduje się u podstaw operacji spekulacyjnych, które rozwijają się równolegle do zwykłych operacji handlowych i finansowych. Bardzo często ze względu na perspektywę zysku lub straty na kursie oba te rodzaje operacji występują łącznie. Posiadacze wierzytelności względnie zobowiązań w walucie obcej, jak banki, eksporterzy, importerzy, emigranci, kapitaliści i t. p., w przewidywaniu przyszłych zmian wartości pieniądza przyspieszają lub opóźniają operacje dewizowe. Pozatem niejednokrotnie masowe zakupy dewiz powstają zupełnie niezależnie od jakiejkolwiek rzeczywistej transakcji handlowej lub finansowej, a więc są wynikiem poszukiwania obcych walut w celu zabezpieczenia się przed spadkiem krajowego pieniądza.

W razie grożącej jego deprecjacji kapitały okazują niechęć do pracy na rynku wewnętrznym, uciekają zagranicę lub chowają się, jeżeli znajdą odpowiednią formę tezauryzacyjną. Napięcie stopy procentowej na rynku, pozbawionym środków płynnych na skutek abstynencji kapitałów krajowych, traci swą siłę atrakcyjną, ponieważ pieniądz danego kraju nie daje gwarancji bezpieczeństwa. Kredyty mię-

dzynarodowe, które mogłyby wykorzystać wyższą remunerację kapitału, powstrzymuje obawa, że ewentualna strata na kursie przewyższy spodziewany zysk na różnicy stopy procentowej.

„Bilans płatniczy nawet czynny nie pozostawia importerom dostatecznej ilości dewiz, jeżeli eksporterzy i inni posiadacze dewiz nie repatrjują ich, lub jeżeli wielka część dewiz oddanych do dyspozycji rynku zostanie pochłonięta przez osoby, które powodują ucieczkę swych kapitałów zagranicę. Wówczas importer może uiścić dług wobec zagranicy tylko dzięki innemu nurtowi kapitałów w kierunku odwrotnym, dzięki kredytom, udzielonym przez zagranicę i zakupom przez nią franków“¹.

Tracąc podstawę pod postacią stabilizacji kursu, międzynarodowe kredyty, jakie wówczas wchodziły w grę, siłą rzeczy zmieniają swój charakter wewnętrzny. Miejsce dawnych kredytów międzynarodowych zajmują kredyty o wyraźnych cechach spekulacyjnych, ponieważ tylko takie mogą podjąć tak nieokreślone ryzyko, jakim jest ryzyko kursu. Tego rodzaju substytucja kredytu nie kieruje się temi samymi motywami, jakie kierowały normalnym kredytem międzynarodowym, t. zn. nie wychodzi z założeń kredytu prywatnego. Kredyt o charakterze spekulacyjnym powoduje się względami ogólnogospodarczymi i jest jakby kredytem publicznym, udzielanym danej społeczności gospodarującej. Kredyt ten występuje zarówno wtedy, gdy spekulacja międzynarodowa wierzy w pomyślną przyszłość danej społeczności gospodarującej, jak również, gdy uzna, że pomyślna sytuacja danego kraju jest przeceniana. Z tych względów kredyt spekulacyjny należy do operacji obliczonych na zniżkę danej waluty, gdy uważa, że jej obecny poziom jest za wysoki. Z drugiej zaś strony kredyt spekulacyjny interwenjuje również, gdy uznaje, że obecny kurs danej waluty jest za niski.

Spekulacja międzynarodowa, zakupując walutę danego kraju, bądź aprowiduje jegorynek w nowe kapitały, bądź przejmuje zaangażowanie dawnego międzynarodowego kredytu.

¹ Aftalion A., Monnaie, prix et change, Paris, 1927, str. 309.

Lecz kapitały te, wymagalne natychmiast, z natury swej są bardzo płochliwe. Skutki więc ingerencji kredytów spekulacyjnych są dla kraju nieobliczalne. W każdej chwili spekulacja zmieni front, gdy zauważy, że z tych czy innych względów jej rachuby zawodzą.

W opinii publicznej działalność spekulacji nie zyskała sobie dobrego imienia. Pogląd taki niezawsze jest słuszny i uzasadniony. W czasach normalnych spekulacja zawodowo prowadzona posiada niewątpliwe zasługi. Opierając się na tendencjach rynku, spekulacja przewiduje przyszłą ewolucję kursów i wyprzedza sezonowy rozwój bilansu płatniczego. „Fluktuacje sezonowe kursów powstałyby z nadmierną intensywnością, gdyby elementy niehandlowe nie interwenjowały celem ich umiarkowania“¹. Spekulacja hamuje nadmierne oscylacje kursów zagranicznych przez zaofiarowanie dewiz wtedy, gdy są one drogie, i przez poszukiwanie dewiz, kiedy one są tanie. Nabywa zatem daną walutę, gdy deficyt bilansu płatniczego wywołuje zwiększone zapotrzebowanie dewiz. Sprzedaje natomiast, gdy okoliczności te miną. Z analogicznych motywów spekulacja bierze pod uwagę możliwości zwyczajki względnie zniżki stopy dyskontowej w banku biletowym, jak również ewentualność zaciągnięcia przez dany kraj znacznej pożyczki zagranicą, okresy wypłat procentów od pożyczek zagranicznych i t. p.

Antycypując przyszłe wydarzenia, spekulacja staje się bardzo ważnym czynnikiem nieustannej równowagi, którą pozwala osiągnąć bez większych trudności i wstrząsów w postaci zmian kursów zagranicznych.

Technika spekulacji jest podobna do arbitrażu. Czem jest arbitraż między różnymi rynkami, tem jest spekulacja między różnymi epokami. Arbitraż wyrównywuje warunki w przestrzeni, spekulacja w czasie.

W okresach, w których wahania walutowe są nieznaczne, działalność spekulacji jest prawie niedostrzegalna. Praktykowana jest omal wyłącznie przez specjalistów i to w stosunkowo małej skali.

Z chwilą jednak, gdy zaufanie zaniknie i prawie każda

¹ Keynes J. M., Monetary Reform, str. 136.

operacja dewizowa zawiera w większym lub mniejszym stopniu czynnik spekulacyjny, wówczas spekulacja dość często odbiega od tego jakgdyby idealnego obrazu i przekształca się w czystą grę, powodując wielkie straty gospodarcze dla danego kraju.

Spekulacja staje się szkodliwą dla kraju, gdy ocenia sytuację jednostronnie i mylnie oraz gdy kontrakcja błędów tego rodzaju oceny położenia nie jest w stanie ograniczyć. Innymi słowy, gdy działalność spekulacji nie zostaje skompensowana w masowym udziale kontrspekulantów, to znaczy, gdy błędy jednych nie znajdują korektury w pozycjach zajętych przez innych spekulantów. Niebezpieczeństwo zatem spekulacji tkwi w tym, że bardzo często się zdarza, iż spekulacja zajmuje pozycję tylko w jednym kierunku: nawyżkę lub zniżkę danej waluty. Zupełny brak zaufania do danej waluty, jak również atmosfera paniki powoduje, że dla kontraktacji niema zwolenników. W ten sposób spekulacja akcentuje tendencje rynku, nadmiernie przesadzając zniżkę względnie wyżkę kursów.

Rynek terminowy dewiz, który poprzednio był instrumentem arbitrażu stopy procentowej, służy za rezerwuuar, z którego czerpie środki spekulacja. Równocześnie operacje terminowe dewizami stają się zasadniczym sposobem działania spekulacji.

Najchętniej spekulacja posługuje się operacjami „prostymi” t. zn. przeprowadza wyłącznie kupno danej waluty na termin, gdy oczekuje jej wyżki, względnie dokonytuje sprzedaży na termin, gdy przewiduje jej zniżkę. Bardzo ważną okolicznością jest przytem fakt, że operacje te zawiera spekulacja, nie posiadając zgóry pokrycia. Liczy bowiem na to, że do czasu likwidacji kontraktu zdąży zaopatrzyć się w daną walutę po kursie najkorzystniejszym. Niejednokrotnie terminowe kupno lub sprzedaż wogóle nie zostają zlikwidowane. W dniu płatności kontraktu strony mogą zrezygnować z efektywnego wykonania umowy, ograniczając się do zainkasowania różnicy między kursem kontraktowanym, a kursem rzeczywistym na rynku, poczem w dalszym ciągu zajmują pozycję na wyżkę lub zniżkę danej waluty.

Operowanie bez pokrycia jest stosunkowo najwygodniejszą formą spekulacji, ponieważ odpada ciężar starania się o daną walutę, co może być połączone z trudnościami i kosztami. Spadek więc danej waluty względnie jej wyżka musi być dość znaczną, ażeby koszty te mogły być pokryte oczekiwaną różnicą kursu.

Znacznie rzadziej spekulacja korzysta z operacji reportowych. Stosuje je tylko wówczas, gdy ma możność spekulowania na wewnętrznym rynku danego kraju. Należy sobie bowiem uprzytomnić, że zaciąganie pożyczek, to znaczy kupno za gotówkę i sprzedaż na termin waluty, która ulega deprecjacji, jest źródłem poważnych zysków. Zysk ten zwiększa się w miarę, jak zaciągnięty dług ulega redukcji na skutek spadku wartości pieniądza. Jeżeli więc spekulacja poszukuje takiej waluty, to wyłącznie w celu natychmiastowej jej wymiany na waluty mocne, na towary, nabywane zresztą przeważnie na termin w celu zainkasowania różnicy ceny w dniu realizacji kontraktu, wreszcie na papiery wartościowe o charakterze najczęściej międzynarodowym. Cała zręczność spekulanta, działającego na zniżkę danej waluty, polega na zaciągnięciu pożyczki w danej walucie, a następnie w dniu płatności kontraktu terminowego na zdobyciu pokrycia po kursie najtańszym.

Operacje reportowe mogą mieć również zastosowanie w spekulacji na wyżkę danej waluty, gdy przewiduje się możliwości haussy na giełdzie walorów.

W praktyce jednak ten rodzaj operacji przedstawia większe niedogodności w porównaniu z operacjami prostymi bez pokrycia, ponieważ zaciąganie pożyczek jest zazwyczaj utrudnione wtedy przez ingerencję państwa pod postacią restrykcji dewizowych, a pozatem banki żądają wysokich odsetek za kredyt, jaki udzielają w walucie deprecjonującej się.

W każdym jednak razie spekulacja musi mieć do swej dyspozycji walutę, na której chce spekulować, ponieważ kontrpartner zawsze posiada prawo zażądania realnej wypłaty. Spekulacja zaważy więc na losach danej waluty tylko wtedy, gdy rozporządza dostatecznymi jej zapasami. Masa manewrowa spekulacji staje się tem większa i łatwiejsza do

zmobilizowania, im dany kraj jest bardziej obdłużony bądź na skutek stale ujemnego bilansu handlowego, bądź też w związku z zaciągniętymi kredytami krótkoterminowymi, innymi słowy im więcej w rękach zagranicy znajduje się pieniądza krajowego i jego surogatów. Należy przytem nadmienić, że spekulacja czerpie potrzebne jej środki nietylko z dawniej powstałych aktywów kredytu międzynarodowego, to znaczy kredytu udzielonego danemu krajowi przez zagranicę bądź w formie dyskonta weksli, bądź pod postacią różnych awansów, lecz z nowych wierzytelności bezpośrednio zaofiarowanych przez kraj, który, poszukując z różnych motywów walut o stałym kursie, zwiększa podaż swego pieniądza na rynkach zagranicznych. „Każdy kraj może sprzedać” — pisze prof. A. Aftalion — „swą walutę w ilościach prawie nieograniczonych, jeżeli tego pragnie i jeżeli znajdzie nabywcę. Przykładem tego są Niemcy w okresie bezpośrednio po zawarciu pokoju”¹.

Wewnątrz kraju, jak wspomnieliśmy, podaż pieniądza pochodzi ze wszystkich sfer ludności. Bardzo często przytem handel i przemysł zaciąga kredyt w celu kupna walut mocnych, których równocześnie używa jako zabezpieczenia otrzymanego kredytu. Nie trzeba chyba wyjaśniać, że ta forma kredytu posiada charakter wybitnie spekulacyjny.

Impulsom spekulacyjnym, pochodzącym zewnątrz kraju, usiłuje zazwyczaj przeciwstawić się ingerencja państwa na rynku dewizowym przez poddanie go ścisłej reglamentacji. Jeżeli restrykcje dewizowe istotnie zdołają wewnątrz kraju osiągnąć swój cel, to jednak pozostaną zupełnie bez wpływu na rynki zagraniczne. Oczywiście rynek wewnętrzny nie uchroni się przed konsekwencjami działalności spekulacyjnej, rozwijanej na obcych rynkach. Spekulacja dysponuje wówczas dawniej powstałymi wierzytelnościami, których wymagalności niepodobna zakwestjonować, ponieważ pochodzą one z normalnych obrotów płatniczych z zagranicą.

Ponadto z masy tej spekulacja tem mniej korzysta, im swobodniej mogą rozwijać się operacje bez pokrycia. Tem się tłumaczy, że np. w lutym i marcu 1924 roku, kiedy omal

¹ Monnaie, prix et change, str. 309.

cały świat spekulował na zniżkę franka francuskiego, podaż tej waluty na rynkach zagranicznych w dużym stopniu przewyższała istotne krótkoterminowe zobowiązania Francji wobec zagranicy. Jak wiadomo, stało się to później źródłem wielkich strat dla spekulacji, gdy interwencja banków grupy Morgana oraz Lazard Brothers na rzecz franka francuskiego zabsorbowała jego podaż, powodując wyżkę franka i uniemożliwiając spekulacji znalezienie pokrycia.

W razie niepokoju co do przyszłych losów danej waluty wzmaga się podaż nietylko gotówkowa, lecz i terminowa. Posiadacze wierzytelności terminowych w dewizach, którym grozi deprecjacja, nie mogąc zrealizować ich za gotówkę, starają się pokryć ryzyko ewentualnej straty przez sprzedaż na termin. Z drugiej zaś strony dłużnicy, w tej walucie, oczekując zmniejszenia ciężaru zobowiązań, powstrzymują się od pokrycia. Równocześnie sytuacja wewnątrz kraju ustosunkowuje się w odwrotnym porządku, gdyż zarówno podaż waluty krajowej, jak popyt dewiz potęgować będzie jeszcze obawa restrykcji dewizowych, względnie moratorium. Wzmoczonej podaży terminowej danej waluty, niejednokrotnie znacznie swymi rozmiarami przewyższającej podaż gotówkową, nie jest w stanie zabsorbować rynek danego kraju, zwłaszcza że towarzyszy jej równoległe spotęgowany popyt na waluty mocne.

Niezabsorbowana masa podaży terminowej danej waluty na rynkach zagranicznych, jak również niezaspokojony popyt terminowy na waluty o stałym kursie wywoła znaczną rozpiętość między kursem gotówkowym i terminowym. Przewaga podaży danej waluty zagranicą spowoduje, że nabywcy zażądają wyższej bonifikaty. Równocześnie wzmoczony popyt na waluty mocne wewnątrz kraju wywoła ten skutek, że sprzedawcy tych walut zażądają wysokiej premji. Zarówno bonifikata, jak i premja wyda się wszystkim wówczas stosunkowo niewielka w porównaniu ze stratami, jakich się obawiają. W tych warunkach stopa procentowa przestaje być regulatorem stopy terminowej. Jej wielkość staje się raczej funkcją podaży i popytu bardzo często sztucznie rozdmuchanego przez spekulację, która wtedy zajmuje pozycję na zniżkę danej waluty i potęguje jej podaż. Oczywiście spe-

kulacji zależy na tem, ażeby deprecjacja danej waluty stale się pogłębiała, gdyż zysk jej będzie tem większy, im silniejszy będzie rzeczywisty spadek waluty.

Jeżeli na rynku dewizowym nie interwenjuje bank biuletowy lub państwo, stopa terminowa zostanie wyśrubowana w sposób niewspółmierny do różnicy stopy procentowej.

Gdy więc napięcie bonifikaty zagranicą w stosunku do danej waluty wzrasta nadmiernie ponad różnicę stopy procentowej, to okoliczność ta wskazuje na obawy zagranicy co do przyszłości danej waluty i możliwości jej spadku. Równocześnie wzrost premji na rynku wewnętrznym wskazuje, że wzrasta kupno dewiz na termin. Zarówno jeden, jak drugi objaw świadczy, że na rynkach dominuje pozycja na zniżkę danej waluty.

Jeżeli na rynku wewnętrznym premja maleje, naten czas stanowi to dowód, że sytuacja ulega zmianie, poszukiwanie waluty krajowej zaczyna się pojawiać. Dłużnicy w tej walucie pokrywają swe zobowiązania. Spekulacja na zniżkę zakupuje pokrycie. Krajowi posiadacze mocnych walut likwidują swe należności. Zdeponowane zagranicą fundusze powracają do kraju.

Z chwilą gdy np. stopień deprecjacji osiągnął pewien procent, uznany w opinii międzynarodowej za dostateczny, rynek terminowy powraca do jakiejś takiej stabilizacji. Podaż i popyt dewiz mogą na nowo odgrywać swą dawną rolę. Nawet pojawić się może arbitraż stopy procentowej, o ile oczywiście sytuacja banków pozostała zdrowa. Stopa terminowa może przybrać rozwój bardziej normalny. Sytuacja może do tego stopnia ulec zmianie, że pojawi się na rynku przewaga pożyczkobiorców na miejsce dawnych pożyczkodawców, a spekulacja zajmie pozycję na zwyżkę danej waluty, jak miało to miejsce z funtem angielskim w 1932 i 1933 roku.

Na rynku wewnętrznym słabnie wówczas napięcie premji do tego stopnia, aż powstaje bonifikata na dewizy, podczas gdy zagranicą zjawi się premja na daną walutę. Wydaje się zbyt rzadkiem wyjaśniać szczegółowiej, że rozwój wydarzeń w wypadku oczekiwania zwyżki danej waluty est zupełnie analogiczny, jak w wypadku przewidywania

zniżki, z tą jednak różnicą zasadniczą, że miejsce podaży danej waluty zajmuje wzmożony popyt.

Reasumując, możemy przyjąć, że w okresach zaniku zaufania do danej waluty odchylenia między kursem gotówkowym i terminowym, odpowiadające różnicy stóp procentowych, stanowi minimum nieustannie zazwyczaj podwyższane ze względu na działalność międzynarodowej spekulacji. Jeżeli przewiduje się zwyżkę danej waluty, wówczas zwiększa się jej poszukiwanie na termin, powodujące wzrost premji, bądź spadek bonifikaty na rynkach zagranicznych, podczas gdy na jej rynku wewnętrznym — spadek premji, bądź wzrost bonifikaty. I naodwrot, jeżeli oczekuje się spadku danej waluty, zwiększa się jej podaż na termin, powodująca spadek premji, bądź wzrost bonifikaty na rynkach zagranicznych, podczas gdy na jej wewnętrznym rynku spadek bonifikaty, bądź wzrost premji.

W wypadku przewidywanej zwyżki danej waluty bonifikata osiąga na rynku wewnętrznym maximum, gdy kursy dewiz są najtańsze. Na rynkach zagranicznych premja na daną walutę jest tem większa, im jej kurs jest droższy. W wypadku oczekiwanej zniżki danej waluty premja na waluty obce na rynku wewnętrznym rośnie w miarę, jak kursy zagraniczne drożeją. Równocześnie zagranicą zwiększa się bonifikata w miarę, jak dana waluta staje się tańszą.

Jednakże wahania stopy terminowej bywają nieraz niezależne od kursów gotówkowych. Brak równoległości rozwoju kursów gotówkowych i terminowych wskazuje na to, że ewolucja rynku terminowego z właściwym jej i dominującym w takim okresie czynnikiem spekulacyjnym przeciwstawia się ewolucji operacyj gotówkowych. Spekulacja bowiem może oceniać zwyżkę bądź zniżkę kursów gotówkowych za nietrwałą. Zaobserwujemy wówczas napięcie premji w czasie, gdy kurs gotówkowy zniżkuje, względnie odprężenie premji, gdy kurs gotówkowy zwyżkuje.

Inną „nieprawidłowością“ rynku terminowego jest brak proporcjonalności między poszczególnymi terminami operacyj dewizowych. Bardzo często stopa terminowa na jeden miesiąc jest znacznie wyższa od stopy na dwa lub trzy mie-

siące. Wskazuje to na stopień zaangażowania spekulacji, która zazwyczaj koncentruje swe siły na terminy stosunkowo krótkie. Pozatem poszczególne terminy operacji mogą mieć zasadniczo odrębny charakter. Zdarza się bowiem, że termin jednomiesięczny może być wręcz o przeciwnym kierunku w porównaniu z terminem trzymiesięcznym. Dowodzi to, że rynek ustosunkował się jako pożyczkodawca na dany termin, podczas gdy jest pożyczkobiorcą na inny.

W jaki sposób kształtuje się w praktyce rozwój stopy terminowej w okresie niepokoju, ujawni nam obserwacja najpierw kryzysu dewizy amerykańskiej, a następnie ewolucji waluty angielskiej. Jako punkt obserwacyjny wybieramy Paryż, ponieważ frank francuski bądź bezpośrednio, bądź pośrednio wywarł najsilniejszą presję zarówno na dolara, jak również na funta.

Ucieczka przed dolarem, jaka miała miejsce na jesieni 1931 roku po zawieszeniu wypłat w złocie przez Anglię w dniu 21 września 1931 roku, była konsekwencją kryzysu bankowego i walutowego, obejmującego coraz głębiej nie tylko Stany Zjednoczone A. P., lecz cały świat. Dolar, powszechnie uznany po wojnie prawie narówni z funtem angielskim za wedetę walut, utracił wraz z nim ogólne zaufanie. Z obawy co do przyszłych losów tej waluty zarówno Amerykańscy, jak i zagraniczni posiadacze wkładów, weksli, akcyj, obligacyj, opiewających na dolary, starali się je wymienić przede wszystkim na bilety, a następnie na złoto, które tezauryzowali, względnie eksportowali zagranicę. Kurs dolara gotówkowego, który jeszcze w dniu zawieszenia wymienialności biletów przez Bank Angielski na złoto kształtował się na giełdach europejskich w pobliżu równi, spada do punktów przypływu złota do Europy. W konsekwencji rezerwy złota Stanów Zjednoczonych, wynoszące w dniu 5 września 1931 r. rekordową wysokość 5.015 milj. dolarów, poczęły w szybkim tempie topnieć, osiągając w końcu września poziom 4.741 milj. dolarów, a w końcu października 4.292 milj. dolarów. Wobec masowego odpływu kapitałów, pociągającego za sobą eksport kruszcu, Bank Rezerwy Federalnej w New Yorku podwyższył w dniu 15 października stopę dyskontową z $2\frac{1}{2}\%$ na $3\frac{1}{2}\%$, mimo że już poprzednio w dniu 9 września zwiększył ją z $1\frac{1}{2}\%$ na $2\frac{1}{2}\%$. Zgóry jednakże było widoczne, że podwyższenie stopy dyskontowej mogło jedynie przyczynić się do uporządkowania tylko do pewnego stopnia amerykańskiego rynku kredytowego, któremu dotychczas zapewniano wyjątkową taniość pieniądza jako zasadniczego środka „prosperity“, mającego ułatwić wyjście z kryzysu, specjalnie zaś z impasu nieustannie spadających cen.

Nie ulega wątpliwości, że ten tradycyjny sposób pozostał bez żadnego wpływu na ruch kapitałów, jaki wtedy miał miejsce, ponieważ odpływ kapitałów nie był wywołany różnicą stopy procentowej, lecz reakcją natury psychicznej, mniej wrażliwej na dochód kapitału pieniężnego, ile na jego bezpieczeństwo. Kurs dolara gotówkowego nie mógł spaść poniżej punktu złota, ponieważ utrzymanie wymienialności biletów na kruszec pozwoliło na swobodne funkcjonowanie arbitrażu. Rzeczywistą jednak sytuację dolara w tym czasie poznamy znacznie dokładniej, obserwując jego pozycję na rynku terminowym, na którym realizacja dolarów przybrała istotnie wielkie rozmiary. Będąc bowiem pod wrażeniem niedawnych wydarzeń w Londynie i obawiając się, że dolar pójdzie śladami funta angielskiego, posiadacze wierzytelności w dewizie amerykańskiej przystąpili w przyspieszonym tempie do masowego zawierania operacji terminowych w celu ustalenia zgóry kursu, po jakim mogliby wycofać posiadane należności, zanim będą rozporządzalne. Wielka podaż dolarów terminowych skoncentrowała się głównie w Paryżu, gdzie szukały schronienia kapitały całego świata, i pochodziła z repatrjacji kapitałów francuskich, ulokowanych w Ameryce, jak również kapitałów amerykańskich, uchodzących z własnego kraju, a pozatem z arbitrażu kapitałów posiadanych w dolarach przez inne kraje, które konwertowały je na franki. Rynek paryski był przeładowany dolarami, a konieczność ich sprzedaży na termin spowodowała niezwykle wysoką bonifikatę. Deport, który w początkach października 1931 roku osiągnął 10 c na 1 miesiąc i 35 c na trzy miesiące, wzmoógł się w połowie miesiąca do poziomu 35 c na 1 miesiąc, oraz 60 c na kwartał. Jest to najwyższy poziom stopy terminowej dolara, jaki dotychczas zanotowano. Stanowi on dla dolara jednomiesięcznego stratę w wysokości

ca 16,5%, oraz dla dolara z dostawą trzymiesięczną ca 9,4% w stosunku rocznym.

Rozwój stopy terminowej wskazywał na wyraźny udział spekulacji na zniżkę dolara. Znacznie wyższa stopa na jeden miesiąc w porównaniu ze stopą trzymiesięczną dowodziła, że całe uderzenie spekulacji skupione zostało na okres stosunkowo krótki, nieprzekraczający jednego miesiąca. Wysokie napięcie stopy terminowej stwierdza pozatem, że akcja na zniżkę dolara rozwijała się tylko w jednym kierunku, nie znajdując przeciwdziałania. Anormalna bowiem rozpiętość między kursem terminowym i gotówkowym nie zdołała zachęcić do kontrakcji t. zn. sprzedaży gotówkowej dolarów oraz kupna terminowego, mimo że zapewniała wyjątkowo duże korzyści kapitałom, któreby przystąpiły do arbitrażu stopy terminowej. Ani w Ameryce, ani w Europie nie znalazły się w dostatecznej ilości wolne kapitały, zdolne do podjęcia skutecznej akcji, zmierzającej do zniwelowania nadmiernej wysokości deportu¹. Dolar nie wzbudzał zaufania. Nikt nie chciał wypożyczać wolnych dolarów, jeżeli je miał, lecz realizował je pośpiesznie przez wymianę na złoto. Spekulacja na zniżkę dolara rozwijała się więc bez hamulca. Napięcie deportu w Paryżu utrzymało się w ciągu całego października. Dopiero wizyta premiera P. Laval'a w Washingtonie, jaka miała miejsce 22 października 1931 roku, wprowadza pewne uspokojenie. Niezaprzeczonym efektem wspólnej deklaracji rządów obu krajów w sprawie bezwzględного utrzymania waluty złotej było przynajmniej częściowe rozproszenie obaw zagranicy w stosunku do przyszłości dolara. Wycofywanie kapitałów uległo zmniejszeniu, stopa terminowa stała się bardziej regularna. Niemniej jednak jej wysokość do końca 1931 roku oraz w pierwszym półroczu 1932 roku nie da się usprawiedliwić różnicą stopy procentowej.

Poniżej podajemy rozwój stopy terminowej dolara na skali tygodniowej według notowań giełdy pieniężnej w Paryżu, podawanych przez „L'Economiste Français“:

¹ Por. J. M. Keynes, Monetary Reform, str. 130.

R — PREMJA B — BONIFIKATA

Data:	Kurs gotówkowy dolara:	Stopa terminowa:		
		na 1 miesiąc	na 2 miesiące	na 3 miesiące
12. XI. 1931	25,4450	0,06 B—0,02 B	0,10 B—0,04 B	0,14 B—0,06 B
19. XI. "	25,5475	0,07 B—0,03 B	0,11 B—0,05 B	0,15 B—0,07 B
26. XI. "	25,5475	0,07 B—0,03 B	0,13 B—0,07 B	0,19 B—0,11 B
3. XII. "	25,5575	0,07 B—0,03 B	0,13 B—0,07 B	0,18 B—0,12 B
10. XII. "	25,4875	0,09 B—0,03 B	0,14 B—0,08 B	0,20 B—0,12 B
17. XII. "	25,4575	0,08 B—0,04 B	0,15 B—0,09 B	0,22 B—0,14 B
23. XII. "	25,4500	0,08 B—0,04 B	0,15 B—0,09 B	0,22 B—0,14 B
30. XII. "	25,5150	0,09 B—0,05 B	0,17 B—0,11 B	0,25 B—0,17 B
7. I. 1932	25,4975	0,08 B—0,04 B	0,15 B—0,09 B	0,22 B—0,14 B
14. I. "	25,5250	0,08 B—0,04 B	0,16 B—0,10 B	0,24 B—0,16 B
21. I. "	25,4150	0,07 B—0,03 B	0,15 B—0,09 B	0,23 B—0,15 B
28. I. "	25,4200	0,07 B—0,03 B	0,13 B—0,07 B	0,19 B—0,11 B
4. II. "	25,3950	0,07 B—0,03 B	0,13 B—0,07 B	0,19 B—0,11 B
11. II. "	25,4000	0,07 B—0,03 B	0,13 B—0,07 B	0,19 B—0,11 B
18. II. "	25,3550	0,10 B—0,04 B	0,19 B—0,13 B	0,31 B—0,20 B
25. II. "	25,3725	0,08 B—0,02 B	0,14 B—0,06 B	0,20 B—0,10 B
3. III. "	25,3975	0,07 B—0,01 B	0,12 B—0,04 B	0,17 B—0,07 B
17. III. "	25,3875	0,05 B—0,01 R	0,08 B—Pair	0,11 B—0,01 B
24. III. "	25,4925	0,05 B—0,01 R	0,08 B—Pair	0,11 B—0,01 B
31. III. "	25,4500	0,05 B—0,01 R	0,11 B—0,03 B	0,17 B—0,07 B
7. IV. "	25,3500	0,09 B—0,03 B	0,16 B—0,08 B	0,23 B—0,11 B
14. IV. "	25,3550	0,10 B—0,02 B	0,16 B—0,06 B	0,21 B—0,11 B
21. IV. "	25,3600	0,09 B—0,01 B	0,15 B—0,05 B	0,21 B—0,09 B
28. IV. "	25,3975	0,08 B—Pair	0,13 B—0,03 B	0,18 B—0,06 B
4. V. "	25,3300	0,08 B—Pair	0,14 B—0,04 B	0,21 B—0,09 B
11. V. "	25,3400	0,08 B—Pair	0,14 B—0,04 B	0,20 B—0,08 B
19. V. "	25,3325	0,09 B—0,01 B	0,15 B—0,05 B	0,21 B—0,09 B

Przeglądając rozwój stopy terminowej do połowy maja 1932 roku, przychodzimy do przekonania, że dolar nie odzyskał w całej pełni utraconego zaufania. W opinii międzynarodowej najistotniejszą przyczyną słabości dolara był fakt, że Stany Zjednoczone nie zaniechały polityki inflacji kredytowej, faworyzowanej tanim pieniądzem. Zarówno utworzenie National Credit Corporation, a następnie przekształcenie tej instytucji w Reconstruction Finance Corporation (Refico) wywołało wrażenie, że nowa ekspansja kredytu jest nieunikniona. Również w ten sam sposób oceniony

został bill Glass-Steagal. Argumenty, na które powoływał się rząd Stanów Zjednoczonych, nie trafiały do przekonania tych, w których ręku pozostawały wolne kapitały. Na usiłowania ekspansji kredytowej Ameryki zareagowali oni dalszym wycofywaniem kapitałów. Kurs dolara spadł w Paryżu w drugiej połowie stycznia 1931 roku do punktu przypływu złota. Bonifikata zaś nieustępliwie towarzyszyła kursowi gotówkowemu dolara nawet podczas jego czasowej wyżki w listopadzie i grudniu 1931 roku. Sytuacja dewizy amerykańskiej znacznie się pogarsza, gdy pod wpływem szeroko komentowanego w prasie deficytu budżetowego Stanów Zjednoczonych w kwietniu i w maju 1932 r. zanotowano w Paryżu najniższe w tym okresie kursy gotówkowe dolara oraz znaczne napięcie deportu.

Jak wiadomo, z presji, pochodzącej głównie z zewnątrz, dolar wyszedł w tym okresie zwycięsko dzięki nadzwyczaj bogatym rezerwom kruszczowym. Od czerwca 1932 roku sytuacja dewizy amerykańskiej na rynkach europejskich ulega stałej poprawie. Gotówkowy kurs dolara osiąga równi. Niemniej przez cały czas bonifikata nie znika. Wreszcie 8 grudnia 1932 roku kurs dolara dochodzi do punktu odpływu złota z Paryża, utrzymując się na tym poziomie z niewielkimi przerwami aż do chwili upadku Union Guardian Trust Co w Detroit w dniu 15 lutego 1933 roku.

Osobliwa wyżka kursu dolara, jaka miała miejsce w grudniu 1932 roku, wymaga bliższego wyjaśnienia. Niewątpliwie trudno zaprzeczyć, że w jej pierwszej fazie płatność raty 15 grudnia 1932 r., należnej Ameryce z tytułu pożyczek wojennych udzielonych państwom sojuszniczym, nie odegrała pewnej roli. Niemniej jednak znaczenia tej płatności nie należy przeceniać, ponieważ jej wpływ na rynkach dewizowych posiadał raczej charakter psychologiczny, aniżeli techniczny. Jak wiadomo, większość państw z Francją naczele odmówiła zapłaty. Natomiast Anglia uregulowała ratę w sposób, który, technicznie biorąc, nie oddziałał zupełnie na zwiększenie popytu za dolarem. Skarb angielski bowiem wręczył bony Bank of England który wzamian oddał złoto do dyspozycji Banku Rezerwy Federalnej w New

Yorku. Ten zaś zakredytował wpłatę skarbowi Stanów Zjednoczonych.

Omawiana wyżka kursu dolara nie odpowiadała również realnej poprawie sytuacji gospodarczej i finansowej Ameryki. Przeciwnie, wzrastający zamęt w bankowości, kampanja inflacyjna, powstała na tle konfliktu między wierzycielami i dłużnikami, deficyty budżetowe państwa i samorządów wskazywały wyraźnie na niepewność sytuacji Stanów Zjednoczonych. Ażeby zdać sobie dokładniej sprawę, w jaki sposób opinia międzynarodowa oceniała wydarzenia, jakie miały w tym czasie miejsce w Ameryce, należy zwrócić uwagę na głosy prasy.

W artykule: „Ciężkie czasy przed Ameryką“, „Financial News“ z 6 stycznia 1933 roku stwierdza, że zarówno sytuacja wewnętrzna, jak i międzynarodowa Ameryki uległa w 1932 roku pogorszeniu. Podjęte środki zaradcze nie dały rezultatu. Zawiodła akcja Refico, która przedłużyła egzystencję wielu niezdolnym do samodzielnego życia jednostkom gospodarczym. Zawiodł również Glass-Steagal Act, który przeładował portfel banków Rezerwy Federalnej papierami państwowymi. Skarb państwa znalazł się w ciężkiej sytuacji. Ożywienie, jakie zaobserwowano w lecie 1932 roku, okazało się chwilowe i nie pociągnęło za sobą żadnych konsekwencji.

Antagonizm wierzycieli i dłużników staje się w Ameryce każdego dnia bardziej wyraźny. Uporczywy spadek cen wzmacnia szeregi zwolenników dewaluacji. Stany Zjednoczone stanęły wobec dylematu: „bankructwo lub dewaluacja“. Kwestja odstąpienia Ameryki od waluty złotej — pisze „Financial News“ z 10 lutego 1933 roku pod tytułem „Ameryka i złoto“ — stała się jednym z naczelných zagadnień gospodarczych, chociaż wystąpiła w innem świetle, aniżeli w pierwszej połowie 1932 roku. Do odstąpienia od waluty złotej nie zdołałby zmusić Ameryki ani brak zaufania ze strony zagranicy, ani ekspansja kredytowa. Wolne rezerwy są zbyt wielkie. „Czy dolar ulegnie dewaluacji“, stawia pytanie p. Georges Jean w „Le Capital“ z 13 lutego 1932 roku, i jakie motywy mogłyby skłonić rząd Stanów Zjednoczonych do

rozmyślnego obniżenia ich waluty? Wśród przyczyn tych należałoby wymienić deprecjację funta angielskiego oraz konsekwencję inflacji z okresu przedkryzysowego. Na skutek spadku funta Anglja uzyskala przewagę nad Stanami Zjednoczonymi dzięki większym możliwościom podboju rynków zbytu, dotychczas opanowanych przez Amerykę oraz dzięki atutom w dyskusji nad zagadnieniem długów wojennych.

Pozatem dewaluacja dolara uwolniłaby ludność Stanów Zjednoczonych od szkodliwych następstw inflacji z okresu boomu spekulacyjnego w New Yorku. Następstwami temi jest nadmierne obdłużenie. Pod ciężarem pożyczek uginają się państwo i samorządy, wielkie przedsiębiorstwa, farmerzy, kupcy. Możliwości spłaty są minimalne, a niejednokrotnie żadne. Ustawowemu skreśleniu długów stoi na przeszkodzie prawo własności. Tylko inflacja mogłaby zniszczyć ujemne skutki inflacji.

Równocześnie finanse publiczne oddawna znajdują się w niezdrowym położeniu, pogarszającym się z każdym dniem. „Berliner Tageblatt“ z 2 lutego 1933 roku oblicza deficyt budżetowy Stanów Zjednoczonych od 1 lipca 1932 roku do połowy stycznia 1933 roku na 1,9 miljarda dolarów. Krótkoterminowe zadłużenie państwa i instytucji publicznych w bankach Rezerwy Federalnej wzrosło nadmiernie. Dyskretne źródła kredytu — wyjaśnia „Frankfurter Zeitung“ z 28 stycznia 1933 roku — naprzykład w kasach oszczędności zostały już wyczerpane. Ciężary podatkowe zwiększyły się w ostatnich latach w bardzo wysokim stopniu i to nie tylko federalne, lecz i stanowe¹.

Rebus sic stantibus trudno przypisywać wyżkę kursu dolara, jaka miała miejsce w tym czasie, kredytowi, z jakiego korzystały Stany Zjednoczone. Przyczyna tkwiła więc gdzieś indziej i należy ją upatrywać głównie w manewrach walutowych Londynu.

Jest faktem niewątpliwym, że w Paryżu popyt za dolarem w tym okresie znacznie się wzmógł na sile, lecz po-

¹ H. Parker Willis, „Alarm w Ameryce“, Financial News z 16 lutego 1933 roku.

szukiwanie dolara pochodziło niemal wyłącznie z interwencji angielskiego Funduszu Wyrównawczego. Fundusz ten, przeciwdziałając wyżce funta szterlinga, sprzedawał funty wzamian za dolary. Dzięki tym względom technicznym dewiza amerykańska wzmocniła się do tego stopnia, że jej kurs sięgał punktu odpływu złota z Paryża.

W jaki sposób ustosunkował się do wyżki kursu dolara rynek terminowy?

Jest rzeczą bardzo znamioną, że obszernie komentarze o niepokojącej sytuacji Stanów Zjednoczonych ponownie pojawiły się w prasie europejskiej dopiero w styczniu 1933 roku, kiedy działalność angielskiego Funduszu Wyrównawczego na rynku paryskim ujawniła się w całej pełni. Nie mogły więc bezpośrednio inspirować rynku terminowego. Miarą zatem jego dokładnej orientacji w rzeczywistym układzie stosunków w Ameryce jest fakt, że przez cały okres wyżki dolara gotówkowego towarzyszyła mu bez przerwy, nieomal dla wszystkich operacji zawieranych na rynku, bonifikata. Rynek terminowy okazał się podejrzliwy w stosunku do wyżki dolara i bonifikata nie ustąpiła miejsca premji z wyjątkiem nielicznych tranzakcyj, które zanotowały najwyżej premję od 1 do 2 c.

Synchronizm kursów gotówkowego i terminowego został zerwany. Wskazywało to, że spekulacja nie uwierzyła w realną wyżkę dewizy na New York, uważała, że tendencja ta musi być nietrwała i przejściowa. Mimo wyżki kursu dolara spekulacja zajęła pozycję na niżkę, wyczekując deprecjacji dewizy amerykańskiej.

Na stronie 92 podajemy zestawienie kursu gotówkowego dolara oraz stopy terminowej w Paryżu w skali tygodniowej według „L'Economiste Français“ za miesiąc grudzień 1932 roku oraz za styczeń i luty 1933 roku.

Rzeczywistą sytuację dolara odsłonił dopiero w całej rozciągłości kryzys w bankowości amerykańskiej, trwający zresztą od dłuższego czasu, lecz wchodzący w nową niezwykle ostrą fazę z chwilą upadku Union Guardian Trust Company. Rozumie się, że nie chodzi tu tylko o wymieniony bank, którego znaczenie jest drugorzędne i stosunkowo niewielka pomoc Reconstruction Finance Corporation z łat-

Data:	Kurs gotówkowy dolara	Stopa terminowa:		
		na 1 miesiąc	na 2 miesiące	na 3 miesiące
1. XII. 1932	25,5750	0,04 B—Pair	0,06 B—0,01 B	0,08 B—0,02 B
8. XII. "	25,6100	0,05 B—Pair	0,07 B—0,02 B	0,10 B—0,03 B
15. XII. "	25,6250	0,03 B—Pair	0,06 B—0,01 B	0,09 B—0,02 B
22. XII. "	25,6225	0,03 B—0,01 R	0,05 B—0,01 R	0,07 B—0,01 R
29. XII. "	25,6250	0,02 B—0,01 R	0,03 B—0,01 R	0,04 B—0,01 R
5. I. 1933	25,5750	0,03 B—0,01 R	0,04 B—Pair	0,06 B—Pair
12. I. "	25,6150	0,03 B—0,01 R	0,04 B—Pair	0,06 B—Pair
19. I. "	25,6275	0,03 B—Pair	0,05 B—Pair	0,07 B—0,01 B
26. I. "	25,6250	0,02 B—0,01 R	0,04 B—Pair	0,06 B—0,01 B
9. II. "	25,6200	0,03 B—0,01 R	0,04 B—Pair	0,05 B—0,01 B
16. II. "	25,4900	—	—	—
23. II. "	25,8425	0,03 B—0,02 R	0,06 B—Pair	0,10 B—0,02 B

wością mogłaby zaradzić sytuacji. Najistotniejsze jest natomiast to, że fakt ten nie był wydarzeniem odosobnionem. Zamknięcie szkolei wszystkich banków w stanie Michigan raptownie rozszerzyło się na inne stany, aż do New Yorku włącznie. Zamęt w bankowości amerykańskiej stworzył silniejsze niż kiedykolwiek przedtem możliwości ucieczki od dolara.

Dolar znalazł się w tem bardziej trudnem położeniu, że Bank Angielski, zarządzając Funduszem Wyrównawczym, stosuje politykę stabilizacji funta w stosunku do silniejszej waluty złotej. Wobec ucieczki od dolara przeszedł na skup franków francuskich, których pozycja stała się mocniejszą.

Niepewność co do przyszłych losów dolara wywołała drenowanie kapitałów amerykańskich zagranicę. W drugiej połowie lutego 1933 roku New York poszukiwał jednocześnie wszystkich mocnych walut: franków francuskich, funtów angielskich, franków szwajcarskich, florenów, i dolar w stosunku do walut złotych przewyższył punkt odpływu złota z Ameryki. W dniu 28 lutego dolar zanotowano w Paryżu à 25,325 ffrs. Wall Street przekroczył następnie parytet 25,30 ffrs. Nienormalne napięcie bonifikaty, która przeszła raptownie w tym dniu z 10 c na 20 c i 30 c na kwartał,

dowodzi, że w presji na dolara wzięła udział spekulacja. Biorąc pod uwagę ostatnią z wymienionych stóp, otrzymamy kurs dolara à 25,02 ffrs., to znaczy 50 c poniżej równi oraz ca 33 c poniżej punktu przypiływu złota do Francji. W dniu 3 marca deport w stosunku do dolara wyniósł 27 c na 1 miesiąc czyli 12,8% w stosunku rocznym, oraz 60 c na 3 miesiące czyli 9,5%. Oddziaływanie Londynu na kurs dolara terminowego było nieco słabsze. Discount na 1 miesiąc wynosił 3—3½ c czyli 12,2% oraz na 3 miesiące 5½—6½ c czyli 7½% w stosunku rocznym. W Londynie notowania stopy miały charakter już tylko nominalny.

Nazajutrz w związku z ogłoszeniem kilkudniowego moratorium banków w Ameryce oraz z wprowadzeniem zakazu eksportu złota notowania w Paryżu i w Londynie zostały zawieszone.

Otwarcie najważniejszych banków amerykańskich w dniu 13 marca 1933 roku wytworzyło przekonanie, że amerykański kryzys bankowy przekroczył swój punkt kulminacyjny. Niemniej dalszy rozwój wydarzeń w Ameryce winien być oczekiwany z daleko idącą rezerwą. Fakt, że embargo na złoto nadal pozostało w mocy, wskazuje, że nadzieje rychłego powrotu do normalnych stosunków walutowych z Ameryką są jeszcze przedwczesne. Utworzenie natomiast centralnego biura dla handlu dewizami w New Yorku oraz wprowadzenie ograniczeń operacji dewizowych dowodzi, że dolar będzie podlegał kontroli ze strony Stanów Zjednoczonych.

Niepewność co do konkretnych zamiarów rządu Stanów Zjednoczonych w sprawie polityki walutowej spowodowała, że władze Giełdy Pieniężnej w Paryżu postanowiły rozpocząć urzędowe notowania dolara dopiero nazajutrz po powzięciu analogicznej decyzji przez Komitet Banków w Londynie. Wbrew wszelkim oczekiwaniom pojawienie się notowań kursu dolara w Paryżu w dniu 14 marca odbyło się w warunkach korzystnych dla dewizy amerykańskiej. Poadaż dolarów z łatwością została zabsorbowana po kursie początkowym 25,45 ffrs. oraz końcowym 25,415 ffrs. Stosunkowo wysoki kurs dolara w porównaniu z notowaniami sprzed dziesięciu dni pozostawał w związku z konieczno-

ścią zaopatrzenia się w pokrycie przez spekulację, która przystąpiła do częściowej likwidacji swej dotychczasowej pozycji, zachowując pozatem daleko idącą rezerwę.

Pierwsze kursy urzędowe (25,45), pisze „L'Information“ z 16 marca 1933 roku w „Le marché des changes“, nie odpowiadały rzeczywistej sytuacji walutowej Stanów Zjednoczonych. Były one tylko wynikiem manewrów spekulacyjnych. Lecz stan operacji bez pokrycia, który oceniano nie bez fantazji na 100 milj. do 1 miljarda dolarów, nie był tak poważny jak zapowiadano. — W każdym bądź razie kursy likwidacji ustąpiły miejsca kursom mniej optymistycznym. Ofiarowano dolary po kursie znacznie niższym od punktu przyływu złota, początkowo à 25,30, a następnie 25,20. Za załamaniem się kursu gotówkowego poszło równoległe napięcie bonifikaty. Zanotowano deport na 1 miesiąc w wysokości 30 c oraz 60 c na 3 miesiące, co przy kursie zamknięcia 25,27 stanowi 14,2%, względnie 9,5% w stosunku rocznym. Podobnie wysokie napięcie bonifikaty zanotowano w tymże dniu w Londynie. Discount — według „Financial News“ — wyniósł wówczas 2—3 c na 1 miesiąc, czyli przy kursie zamknięcia 3,455 \$ za 1 funt szterling do 10,4% oraz 5½—6½ c na 3 miesiące czyli 7½%, w stosunku rocznym. Dowodzi to, że spekulacja na zniżkę dolara nie porzuciła jeszcze zajętych pozycji, przyczem w Paryżu była bardziej zaawansowana niż w Londynie.

Diametralnie przeciwna jest od dłuższego czasu sytuacja funta angielskiego. Pomimo pesymistycznych przewidywań odstępianie Anglii od waluty złotej nie wywołało perturbacji w zasadniczych elementach gospodarki walutowej. Nie pociągnęło za sobą inflacji, która mogłaby odebrać wszelką wartość walucie angielskiej. Przeciwnie, polityka Bank of England zaczęła wzbudzać zainteresowanie i podziw, ponieważ konsekwentnie unikała wzrostu obiegu biuletów. Starając się wyeliminować pierwiastek inflacyjny, stawiała sobie za cel zachowanie dawnej siły nabywczej funta na rynku wewnętrznym. Ponadto polepszenie się sytuacji skarbu państwa oraz nadzwyczajna łatwość, z jaką Wielka Brytania spłacała dług zaciągnięty celem ratowania funta 1 sierpnia 1931 roku w wysokości 50 milionów

funtów szterlingów przez Bank Angielski oraz 7 września 1931 r. w wysokości 80 milionów funtów przez rząd, sprawiły, że deprecjacja dewizy angielskiej, jaka miała miejsce w końcu września, w październiku i listopadzie 1932 roku, wydała się nadmierną. Spekulacja, która wówczas występowała zdecydowanie przeciwko funtowi, zmieniła front, nabierając zaufania do waluty angielskiej i ofiarując jej swoje poparcie. Kurs funta doszedłszy do minimum w Paryżu w dniu 7 grudnia 1931 roku: 82½ ffrs., a w New Yorku już 2 grudnia: 3,23 \$, zaczyna wzrastać nieustannie, osiągając 9 marca 1932 roku w Paryżu 93,6 ffrs., a w New Yorku 3,77 \$. W tym samym czasie bonifikata, dochodząca w Paryżu w połowie października 1931 roku do 12%¹ dla 1 miesiąca, oraz 8%¹ dla 3 miesięcy, stale traci na swem napięciu, przekształcając się już w pierwszych dniach marca 1932 roku na premję, jak przedstawia to poniższe zestawienie notowań stopy terminowej według „L'Economiste Français“:

R — PREMJA

B — BONIFIKATA

Data:	Kurs gotówkowy funta:	Stopa terminowa:		
		na 1 miesiąc	na 2 miesiące	na 3 miesiące
3. XII. 1931	86, 25	0,45 B—0,15 B	0,90 B—0,50 B	1,30 B—0,90 B
10. XII. „	84,125	0,41 B—0,11 B	0,83 B—0,43 B	1,30 B—0,70 B
17. XII. „	87, —	0,40 B—0,10 B	0,90 B—0,50 B	1,20 B—0,80 B
23. XII. „	87, 19	0,30 B—Pair	0,65 B—0,25 B	1,00 B—0,60 B
30. XII. „	86, 55	0,35 B—0,05 B	0,70 B—0,30 B	1,05 B—0,55 B
7. I. 1932	86,625	0,50 B—0,20 B	0,85 B—0,45 B	1,20 B—0,70 B
14. I. „	84, —	0,35 B—0,05 B	0,65 B—0,25 B	0,95 B—0,45 B
21. I. „	85, 80	0,30 B—Pair	0,55 B—0,15 B	0,80 B—0,30 B
28. I. „	88, 20	0,29 B—Pair	0,50 B—0,10 B	0,70 B—0,20 B
4. II. „	87, 71	0,25 B—0,05 B	0,45 B—0,15 B	0,65 B—0,25 B
11. II. „	87, 20	0,25 B—0,05 B	0,45 B—0,15 B	0,65 B—0,25 B
18. II. „	87, 44	0,30 B—Pair	0,55 B—0,15 B	0,80 B—0,30 B
25. II. „	88, 35	0,16 B—Pair	0,25 B—0,05 B	0,37 B—0,07 B
3. III. „	88, 58	0,10 B—0,20 R	0,14 B—0,26 R	0,18 B—0,32 R
10. III. „	93,565	0,14 B—0,06 R	0,07 B—0,23 R	0,08 B—0,32 R
17. III. „	93, 03	0,06 B—0,14 R	0,08 B—0,22 R	0,10 B—0,30 R
24. III. „	94, 16	0,05 B—0,15 R	0,04 B—0,26 R	0,02 B—0,38 R
31. III. „	96, 44	0,08 B—0,12 R	0,08 B—0,22 R	0,08 B—0,32 R

¹ W stosunku rocznym.

Data:	Kurs gotówkowy funta:	Stopa terminowa:		
		na 1 miesiąc	na 2 miesiące	na 3 miesiące
7. IV. 1932	96, —	0,12 B—0,08 R	0,13 B—0,13 R	0,14 B—0,16 R
14. IV. „	95, 65	0,14 B—0,06 R	0,23 B—0,07 R	0,31 B—0,09 R
21. IV. „	95, 52	0,15 B—0,05 R	0,25 B—0,05 R	0,35 B—0,05 R
28. IV. „	93, 05	0,18 B—0,02 R	0,28 B—0,02 R	0,38 B—0,02 R
4. V. „	93, 47	0,15 B—0,05 R	0,25 B—0,05 R	0,34 B—0,06 R
11. V. „	93, 12	0,10 B—0,10 R	0,17 B—0,13 R	0,24 B—0,16 R
19. V. „	93, 25	0,10 B—0,10 R	0,15 B—0,15 R	0,20 B—0,20 R
26. V. „	93, 50	0,11 B—0,09 R	0,17 B—0,13 R	0,23 B—0,17 R
2. VI. „	93, 34	0,09 B—0,11 R	0,14 B—0,16 R	0,18 B—0,22 R
9. VI. „	93, 28	0,10 B—0,10 R	0,14 B—0,16 R	0,19 B—0,21 R
16. VI. „	93, 22	0,10 B—0,10 R	0,14 B—0,16 R	0,19 B—0,21 R
23. VI. „	91, 80	0,10 B—0,10 R	0,15 B—0,15 R	0,20 B—0,20 R

Dla Anglii tak gwałtowna zwyżka funta bynajmniej nie była objawem pożądanym, zwłaszcza ujemnie oceniano ją w sferach handlowych i przemysłowych. Powstała więc konieczność zwalczania spekulacji.

Ażeby pozbawić rynek londyński atrakcyjnej remuneracji i w ten sposób przeciwdziałać ściąganiu obcych kapitałów do Londynu, Bank of England redukuje trzykrotnie w ciągu stosunkowo krótkiego czasu stopę dyskontową: 19 lutego 1932 roku z 6% na 5%, 10 marca na 4% i 17 marca na 3½%. Pozatem w dniu 3 marca rząd znosi ograniczenia dewizowe. Jednakże posunięcia te nie były w stanie opanować tendencji zwyżkowej funta, którego zakupy nie ulegały zmniejszeniu. W rezultacie Bank Angielski, chcąc uniknąć nadmiernej zwyżki funta, został zmuszony interwenjować na rynku i absorbować podaż dewiz.

Jak wielkie rozmiary przybrała w tym czasie interwencja Banku Angielskiego, trudno jest ustalić. Nie wiemy również, która z pozycji bilansu kryje nabyte dewizy. Mogą one równie dobrze figurować w „Treasury Bills“, jak też wśród „Other Securities“. Tak, czy inaczej, interwencja Banku Angielskiego jest faktem niewątpliwym, mimo że miała ona miejsce sporadycznie od czasu do czasu. Rynek pozostawiony był własnemu losowi tylko wtedy, gdy kurs funta w porównaniu z obcymi walutami był niski. Inter-

wencja zaś miała na celu wyłącznie zniechęcenie spekulacji do działania na zwyżkę waluty angielskiej. W tych warunkach powstał t. zw. Fundusz Wyrównawczy Dewiz (Exchange Equalisation Account), którego zadanie polegać ma na akcji interwencyjnej i kontrolowaniu fluktuacji funta. Minister skarbu N. Chamberlain, zapowiadając w exposé budżetowym na rok 1932/33 utworzenie Funduszu Wyrównawczego, podkreślił z naciskiem, że nie tylko nie może być mowy o natychmiastowym powrocie do waluty złotej, lecz nawet o stabilizacji funta de facto.

Zdecydowane stanowisko rządu wywarło bezsprzecznie duży wpływ psychologiczny, zniechęcający w pewnym zakresie spekulację do dalszej akcji na zwyżkę funta. Od drugiej połowy kwietnia 1932 roku kurs funta zaczyna powoli spadać, osiągając minimalny swój poziom 29 listopada: 80,90 ffrs. Na tym wyjątkowo niskim kursie funta w stosunku do waluty złotej, jakiego nie zanotowano nie tylko w czasie wojny światowej, lecz nawet w okresie wojen napoleońskich¹, zaciążyła wypłata „War Loan“ okazicielom zagranicznym, którzy odmówili konwersji tej pożyczki, przeprowadzonej przez rząd angielski w połowie 1932 roku i zażądali wypłaty w gotówce. Nie bez wpływu na spadek funta pozostawała również perspektywa wypłaty raty grudniowej, należnej Ameryce z tytułu długów wojennych w wysokości 95 milj. dolarów. Jednakże prostota formy, z jaką dokonano wypłaty, o której już wspominaliśmy, wywarła tem większe wrażenie, że obawiano się znacznie gorszych konsekwencji. Funt, uwolniony od całego ciężaru z chwilą dokonania wypłaty, stał się walutą godną poszukiwania. Zapotrzebowanie funta wzmagало się tem bardziej, że sytuacja gospodarcza i finansowa Anglii przedstawiała się stosunkowo najkorzystniej, nawet w porównaniu z sytuacją Francji, gdzie deficyt budżetowy skarbu wprowadził wiele momentów perturbacyjnych.

¹ „W ciągu całego okresu“ — pisze J. S. Mill w Zasadach ekonomii politycznej, str. 130 (tłum. R. P. i B., Petersburg 1860 r.) — „gdy wymiana biletów była zawieszona, różnica pomiędzy istotną wartością złota a kursem legalnym była nieznaczna, i nawet podczas ostatnich pięciu lat wojny, gdy różnica ta była największą, nie wynosiła ona więcej niż 30%“.

Londyn zaczął przyciągać kapitały nie tylko ze względu na większe niż gdzieindziej bezpieczeństwo, lecz równocześnie przez wzgląd na widoki zysku w miarę oczekiwanej wyższej dewizy angielskiej. Poza to wycofywane z innych krajów kapitały szukały lokaty na rynku londyńskim, który stał się ośrodkiem dużego zainteresowania w związku z silną wyższą akcją południowoafrykańskich kopalni złota.

Presja na funt skoncentrowała się głównie w Paryżu, gdzie skupiał się kapitał międzynarodowy, rozgrywający atak na wyższą walutę angielskiej.

Postęp wyższej funta napotykał na zdecydowaną opozycję opinii angielskiej, zainteresowanej w utrzymaniu premii eksportowej. Ażeby zwalczać agresywność spekulacji, działającej na wyższą walutę, władze publiczne Wielkiej Brytanii rozciągnęły nadzór nad wahaniami kursu funta przy pomocy Funduszu Wyrównawczego.

Zadaniem tego funduszu, jak nadmieniliśmy, jest dostarczenie Bankowi Angielskiemu niezbędnych środków na interwencję celem kontrolowania w miarę możliwości fluktuacji kursów funta. Na środki te składa się pozostałe saldo „Dollar Exchange Reserve Account” oraz pożyczki (głównie w formie „Treasury Bills”, jak również awansów Banku Angielskiego), mogące osiągnąć 150 milj. funtów. Otrzymywane od Skarbu Państwa bony funduszu ma sprzedawać na rynku, a uzyskane tą drogą funty oddawać do dyspozycji Banku Angielskiego z przeznaczeniem na skup dewiz.

Pozatem rachunek funduszu wyrównuje operacje interwencyjne Banku Angielskiego z punktu widzenia buchalteryjnego. Jak wiadomo, Departament Emisyjny Bank of England zachował kurs funta według dawnego parytetu. Bank, zakupując złoto, księguje je według dawnej równi monetarnej. To samo odnosi się do dewiz. Różnica między kursem efektywnym i równią stanowi stratę względnie zysk w wypadku sprzedaży. Ażeby strony bilansu mogły być wyrównane, różnicę tę zapisuje się na rachunku Funduszu Wyrównawczego.

Jakkolwiek Bank Angielski unika stanowczo ogłaszania wiadomości, odnoszących się do operacji, skuteczniejszych na rachunek Funduszu Wyrównawczego, uważając tra-

dycyjnie tajemnicę polityki walutowej za co najmniej równie drogocenną, jak tajemnicę wojskową, spróbujmy odtworzyć rolę tej polityki przynajmniej fragmentarycznie na podstawie ogólnych wiadomości, jakie ujawniły się na rynkach dewizowych w Londynie i Paryżu.

Polityka kontroli kursu funta, jaką praktykuje Bank of England, kierując Funduszem Wyrównawczym, polega na tem, że stanowi kontrapozycję poszukiwania funta, pochodzącego z Europy i Ameryki. Bank ofiaruje funty z rachunku Funduszu Wyrównawczego wzamian za dewizy wymienialne na złoto, jak dolar i frank francuski. Nabyte dewizy wymienia na kruszec, który przejmuje z rachunku Funduszu, oddając do jego dyspozycji nową masę funtów. W ten sposób tendencjom wyższej funta przeciwstawia się Bank Angielski przez zwiększenie popytu na dewizy. Kurs funta nie może posuwać się naprzód, ponieważ Bank natychmiast interwenjuje. Kurs jego nie może się również cofać, ponieważ zewsząd wzrasta zapotrzebowanie. Kurs zatem funta kształtować się winien w zależności od rozciągniętego przez bank nadzoru. Dzięki tym manewrom funt stał się z waluty chwiejnej walutą kontrolowaną, posiadającą obecnie względną stałość.

Taktyka, polegająca na przerzucaniu się z dolarów na franki i odwrotnie, opiera się na założeniu, że żadnej z walut nie należy zapewniać nieograniczonego poparcia. Pierwszeństwo, jakie Bank Angielski dawał przez dłuższy okres czasu dolarowi, pochodzi głównie stąd, że interesy angielskie w Stanach Zjednoczonych są nieporównanie większego znaczenia aniżeli we Francji, a poza to również dlatego, że dolar w Londynie był w tym okresie walutą mocniejszą. Usztynienie zaś kursu funta w stosunku do silniejszej waluty ma na celu zmniejszenie ilości dewiz, jakie musi Anglia skupować dla zahamowania wyższej funta.

Wobec nieustannej interwencji ze strony władz angielskich spekulacja ciągle się waha. Nie jest bowiem w stanie przewidzieć, kiedy kontrola funta, wypełniona po brzegi przez presję na wyższą, będzie musiała porzucić dotychczasowy punkt oporu. Nie może również nie brać pod uwagę, że pozycja Funduszu Wyrównawczego jest szczególnie silna,

ponieważ stale odnawia swe środki przez wymianę skupu dewiz na złoto. Sytuacja spekulacji jest tem trudniejsza, że Bank Angielski, przesuując od czasu do czasu punkt usztywnienia bez zasadniczej zmiany poziomu kursu funta, stwarza nieustanną wątpliwość co do ewentualnych swych dalszych posunięć. Skup dolarów lub franków może w każdej chwili być przerwany, a następnie ponowiony. Na tem tle powstała zupełna dezorientacja na rynku paryskim i duże w ciągu dnia wahania kursów funta i dolara. Oczywiście wahania te zależne są nietyle od naturalnych praw popytu i podaży na te waluty, ile od skutków interwencji angielskiej.

Udział, jaki wzięła spekulacja w akcji na wyżkę waluty angielskiej, odtwarza w sposób bardzo charakterystyczny poniższe zestawienie ewolucji stopy terminowej funta w Paryżu według danych, zaczerpniętych z cytowanego już niejednokrotnie tygodnika „L'Economiste Français”.

R — PREMJA B — BONIFIKATA

Data:	Kurs gotówkowy funta:	Stopa terminowa:		
		na 1 miesiąc	na 2 miesiące	na 3 miesiące
3. XI. 1932	83,72	0,11 B—0,09 R	0,17 B—0,13 R	0,23 B—0,17 R
9. XI. "	84,30	0,12 B—0,08 R	0,19 B—0,11 R	0,26 B—0,14 R
17. XI. "	83,98	0,11 B—0,09 R	0,17 B—0,13 R	0,23 B—0,17 R
24. XI. "	82,90	0,11 B—0,09 R	0,17 B—0,13 R	0,23 B—0,17 R
1. XII. "	82,38	0,12 B—0,08 R	0,17 B—0,12 R	0,23 B—0,17 R
8. XII. "	82,85	0,10 B—0,10 R	0,15 B—0,14 R	0,21 B—0,19 R
15. XII. "	84,48	0,10 B—0,10 R	0,15 B—0,15 R	0,20 B—0,20 R
22. XII. "	85,43	0,07 B—0,13 R	0,10 B—0,20 R	0,13 B—0,27 R
29. XII. "	85,75	0,06 B—0,14 R	0,08 B—0,22 R	0,10 B—0,30 R
5. I. 1933	85,47	0,06 B—0,14 R	0,08 B—0,22 R	0,10 B—0,30 R
12. I. "	85,95	0,04 B—0,16 R	0,04 B—0,26 R	0,04 B—0,36 R
19. I. "	85,87	0,02 B—0,10 R	0,01 R—0,17 R	0,04 R—0,24 R
26. I. "	87,04	0,02 R—0,14 R	0,07 R—0,23 R	0,12 R—0,32 R
9. II. "	85,00	0,05 R—0,17 R	0,11 R—0,27 R	0,17 R—0,37 R
16. II. "	87,67	0,04 R—0,16 R	0,12 R—0,28 R	0,20 R—0,40 R
23. II. "	86,38	0,04 R—0,16 R	0,12 R—0,28 R	0,20 R—0,40 R
2. III. "	86,75	0,05 R—0,17 R	0,11 R—0,27 R	0,17 R—0,37 R

Z przytoczonej tablicy wynika, że zanim nastąpiła wyżka funta w pierwszych dniach grudnia 1932 roku, zawierano operacje terminowe ze względnie wysoką premją, mimo że na rynku notowano również bynajmniej nie mniejszą co do wielkości bonifikatę. Istnienia więc pozycji na wyżkę waluty angielskiej jeszcze w okresie obniżania się jej kursów gotówkowych nie da się zaprzeczyć.

W dalszym zaś rozwoju stopy terminowej zauważamy, że bonifikata maleje nieustannie, aż ustępuje zupełnie miejsca premji. W czasach normalnych pojawienie się premji wskazywałoby na ciasnotę rynku wewnętrznego, sprowadzającą nurt obcych kapitałów zzewnątrz. Otóż istotnie rynek pieniężny w Paryżu uległ zwężeniu na skutek odpływu kapitałów do Londynu. Stopa dyskontowa na wolnym rynku z 1% w grudniu wzrosła do $2\frac{3}{16}\%$ w lutym 1933 r., podczas gdy w Londynie spadła z przeciętnego poziomu 1,09% na 0,85%¹, lecz pomimo to kapitały w dalszym ciągu podążają do Londynu. Pojawienie się więc premji nie może być niczem innym, jak tylko wynikiem działania spekulacji na wyżkę dewizy angielskiej. Napięcie premji aż do 2,3% dla jednego miesiąca, oraz 1,8%² dla kwartału, jak to miało miejsce np. 2 marca 1933 roku, bynajmniej nie jest usprawiedliwione różnicą stóp procentowych w Paryżu i Londynie. Oczywiście wyśrubowanie tego rodzaju premji dostatecznie ułatwia operacje reportowe na Londyn i mimo niższych stóp procentowych na rynku City faworyzuje eksport kapitałów z Paryża.

Jednakże wystarczy rzucić ogólnie okiem na rozwój stopy terminowej, żeby spostrzec, że premja w rzeczywistości nie jest tak wygórowana, jak tego należałoby oczekiwać, obserwując zaciętą walkę o kurs funta na rynku gotówkowym. Manewry walutowe Londynu zniechęcają spekulację do zajęcia silnej pozycji na wyżkę funta w operacjach terminowych. Można by nawet ogólnie przyjąć, że zakupy terminowe dewizy na Londyn, dokonywane przez spekulację, przybrały stosunkowo umiarkowane rozmiary i w związku z tem stopa premji nie została zbyt przelicytowana. Wyżka

¹ Bull. Stat. G-le de la France, Suppl., mars 1933, str. 14.

² W stosunku rocznym.

natomiast funta, skoncentrowana głównie na rynku gotówkowym, pochodziła z nurtu kapitałów, zdążających do Londynu za pośrednictwem gotówkowej konwersji różnych walut na funty. W związku z tem kurs gotówkowy funta w Paryżu wzrósł od 1 grudnia 1932 r. z 82,38 ffrs. na 86,75 ffrs. w dniu 2 marca 1933 r., t. zn. 5,3%, lecz dalsze jego posuwanie znajduje zacięty opór w interwencji Banku Angielskiego.

Musimy przyznać, że względnie skuteczne paraliżowanie agresywności spekulacji jest pozytywnym sukcesem angielskiej kontroli funta. Sukces ten jest tem bardziej interesujący, że w finansowaniu operacji Funduszu Wyrównawczego bierze pośrednio udział zagranica. Dopływ bowiem kapitałów zagranicznych, wyrażający się w przyroście wkładów bankowych, umożliwił wchłonięcie przez rynek oddanych do dyspozycji Funduszu „Treasury Bills“, co jest równoznaczne z zakupem pośrednim Bonów Skarbowych przez zagranicę.

Bardzo ważną okolicznością tego sposobu finansowania jest fakt, że przyływowi kapitałów z zagranicy towarzyszy import kruszczu. Za funty uzyskane ze sprzedaży bankom Bonów Skarbowych Fundusz skupuje dewizy, które następnie wymienia na złoto. Cały zatem mechanizm kontroli funta wspiera się w ostatecznym rezultacie na złocie, które uwalnia Fundusz od nagromadzonych dewiz i zasila go równocześnie w środki przez sprzedaż kruszczu Bankowi Angielskiemu.

Wytworzyła się w ten sposób sytuacja paradoksalna, lecz tylko z pozoru. Anglja zlekceważyła złoto jako miernik wartości, lecz nie wzgardziła kruszczem, jeżeli chodzi o sposób stabilizacji kursu waluty. Porzuciła w swoim czasie złoto jako podstawę waluty, a raczej, jak mówią niektórzy z daleko większą dokładnością, „złoto porzuciło walutę angielską“. Obecnie wbrew temu, co się mówiło i pisało w Anglii, złoto stanowi podstawę taktyki regulowania kursu waluty.

Dzięki operacjom Funduszu Wyrównawczego złoto napływa do Banku Angielskiego w bardzo dużych ilościach. Od chwili zapłaty kruszczem raty grudniowej długu wojen-

nego stan złota w Bank of England powiększył się jak następuje¹:

14 grudnia 1932 r.	Ł. 139.422.097
21 " "	119.788.284
18 stycznia 1933 r.	119.793.579
25 " "	123.610.289
15 marca "	166.402.261

W ten sposób Bank Angielski zgórą wyrównał utratę złota, poniesioną 15 grudnia 1932 roku. Wprawdzie wzrost zapasu kruszczu jest wynikiem przyływu kapitałów wymagalnych za krótkoterminowem wypowiedzeniem, niemniej jest faktem, który w Anglii otwiera nowe możliwości. Rzecz ciekawa, jakim przeobrażeniom podlegać będą poglądy angielskich ekonomistów w kwestji walutowej, gdy skarbiec Bank of England nagromadzi już w niedługim czasie takie rezerwy kruszczu, jakich dotąd nigdy jeszcze nie posiadał.

Metoda praktykowanej przez Anglię kontroli funta opiera się na złocie i jest w rzeczy samej bardzo prosta. Nie jest ona czemś absolutnie nowem, ponieważ oddawna była ona dobrze znaną specjalistom w sprawach walutowych. Nie zawsze jednak zarówno sytuacja wewnętrzna, a głównie międzynarodowa układała się w ten sposób, że można było stosować tego rodzaju politykę i w tak zdecydowanej formie, jak przeprowadza to obecnie Anglja. ^{x)} Bardzo charakterystycznym pod tym względem wydaje się porównanie z Francją z okresu przed ustawową stabilizacją franka w połowie 1928 roku.

Do walki ze spekulacją Banque de France użył operacji reportowych dewizami, co zachęca nas do potraktowania tematu szczegółowiej.

Podjęcie reformy walutowej przez R. Poincarégo w końcu lipca 1926 roku wyraziło się w bardzo krótkim czasie odrodzeniem zaufania do przyszłości franka. Poszukiwanie franka, przewyższające znacznie repatriację kapitałów krajowych, uprzednio wywiezionych, wzmagало się z każdym dniem. W ruchu tym wzięła wybitny udział spekulacja międzynarodowa, oczekująca rewaloryzacji franka.

¹ Według bilansów, ogłaszanych przez „The Economist“.

^{x)} Kwestja dewaluacji £ p. t. a. i „leards“ Indji.

^{xx)} Błędny Fund. Wyrówn.

Ażeby przeciwdziałać pogłoskom o rewaloryzacji, Banque de France podjął się od 23 grudnia 1926 roku nabywać i sprzedawać każdą zaofiarowaną lub zapotrzebowaną ilość dewiz po ustalonym kursie 1 funt szterling = 120 ffrs. Jednakże podaż dewiz wywierała tak silną presję na franka, że pierwotny kurs stabilizacyjny trzeba było już 2 marca 1927 r. podnieść stopniowo do 124,02—124,10 ffrs. za 1 funt szterling¹. Zakupy dewiz, jakich dokonywał prawie bez przerwy Bank Francuski, miały jako kontrapozycję wzrost emisji biletów i rachunków żyrowych.

Wzrost emisji biletów, reprezentujący kapitały uprzednio wywiezione, pozostaje bez wpływu na pojemność rozporządzalnych środków, ponieważ skupowane dewizy miały swój odpowiednik na rynku pieniężnym w formie franków, emitowanych w okresie inflacji. Natomiast dopływ nowych kapitałów stwarzał zwiększoną obfitość pieniądza. Wielkie w związku z tem upłynnienie rynku pieniężnego umożliwiło stopniowe obniżenie oficjalnej stopy dyskontowej z 7½%, w grudniu 1926 roku na 3½%, w styczniu 1928 roku. Stopa na wolnym rynku zmniejszyła się do poziomów po wojnie jeszcze niespotykanych. W ciągu pierwszego półrocza 1927 r. stopa rynkowa spadła z 6% na 2%. Tani i obfity pieniądz ułatwiał spłatę uprzednio zaciągniętych kredytów i, gromadząc się w wielkich ilościach w bankach, zwiększał ich rezerwy kasowe. Pozostawały one bezprodukcyjne, ponieważ na skutek słabego tętna produkcji, która przystosowywała się jeszcze do zmienionych warunków pieniężnych, zabrakło materiału dyskontowego. Znaczną część tych płynnych środków wchłonęły emisje skarbowe, które posłużyły na spłatę zobowiązań państwa w Banque de France. Ponadto były one absorbowane również przez Kasę Skarbową, która przyjmowała oprocentowane wkłady oraz przez utworzoną w tym czasie Caisse Autonome d'Amortissement.

Niemniej jednak akcja ta nie była w stanie skompensować całkowicie obiegu, zwiększonego na skutek skupu dewiz. Ażeby skierować wolne kapitały na rynki zagraniczne,

¹ Związanie franka z funtem angielskim, kiedy ten był z trudem wymieniały na złoto, tłumaczy się głównie dominującą rolą, jaką dewiza angielska odgrywała na rynkach dewizowych świata.

rząd zawiesił w dniu 10 stycznia 1928 roku zakaz eksportu kapitałów. Ta liberalna dyspozycja nie wywołała tych skutków, jakich oczekiwano. Pozostawała bowiem niepewność co do przyszłego poziomu kursu dewiz. Ryzyko, jakiemu podlegał każdy nabywca walut zagranicznych, utrudniało posiadaczom płynnych środków we frankach korzystanie z możliwości, jaka im została zaofiarowana. Co się tyczy posiadaczy dewiz, to ci interpretowali, zresztą słusznie, że powrót do swobodnej wymiany kapitałów jest jednym z najpewniejszych symptomów odrodzenia finansowego Francji i dostatecznym powodem do wzmożenia zakupu franków¹.

Ażeby banki mogły zatrudnić część swych płynnych kapitałów zagranicą, Banque de France przyjął gwarancję za ryzyko rewaloryzacji franka. W ten sposób zrodziły się operacje reportowe dewizami, dokonywane z miejscowymi bankami prywatnymi. Wypożyczając czasowo dewizy wzajemian za natychmiastową wpłatę franków, Bank Francji odprowadzał napływające dewizy spowrotem zagranicę.

Operacje reportowe dewizami bank rozpoczął w końcu lipca 1927 roku, lecz ich wielka ekspansja przypada dopiero w pierwszej połowie 1928 roku, kiedy portfel dewiz rośnie niepomieranie. Cytowane już sprawozdanie banku wspomina, że w styczniu i lutym 1928 roku skup dewiz wyniósł po 2 miljardy ffrs., podobnie w marcu (1,7 miljarda), w kwietniu — 2½ miljarda, a w maju 5 miliardów. W ostatnich dwóch tygodniach tego miesiąca dzienny skup dewiz sięgał 400 milionów franków.

Ażeby umożliwić wycofywanie franków z obiegu, bank rozwinął wówczas na dużą skalę operacje reportowe. Suma dewiz w ten sposób wypożyczonych na rynku francuskim wzajemian za franki natychmiast wpłacone wzrastała stopniowo i bez przerw z 2½ miljarda w końcu 1927 roku na 15 miliardów na początku czerwca 1928 roku. Oczywiście operacje reportowe mogły dać tylko chwilową ulgę, nie rozwiązując problemu definitywnie. Bank, będąc nabywcą na termin sprzedanych za gotówkę dewiz, odwlekał tylko na jakiś czas emisję franków.

¹ Banque de France, Compte Rendu de 31 janvier 1929, str. 5.

Wbrew oczekiwaniu operacje reportowe stały się obfitem źródłem dla operacji spekulacyjnych, dokonywanych przez zagranicę. Banki krajowe, zaciągając pożyczkę w dewizach, udzielały kredytu zagranicy. Banki zagraniczne natomiast, wykorzystując ten kredyt, udzielały go bankom francuskim przez sprzedaż dewiz za gotówkę i kupno na termin. Zainteresowanie spekulacji rynkiem paryskim tem bardziej się wzmogło, że przewidywano hausse na giełdzie papierów wartościowych w związku z rewaloryzacją bilansów przedsiębiorstw. Zakupy walorów, dokonywane przez spekulację, opróżniały rynek z najlepszych papierów i równocześnie przyspieszały ich zwyżkę.

Zwyżka papierów prowokowała nowy dopływ kapitałów spekulacyjnych i w dalszym ciągu wzmogoną podaż dewiz. Dodatkowym zyskiem, jaki spekulacja przewidywała, była ewentualność rewaloryzacji franka.

„Władze publiczne” — czytamy w cytowanym sprawozdaniu, str. 10 — „znalazły się wobec dylematu:

ustąpić przed presją spekulacji na zwyżkę franka, znieść lub zmienić barjery, jakie interwencja banku przeciwstawiała jej zakusom od 23 grudnia 1926 roku, i pozwolić jej na realizowanie ze szkodą dla kraju istotnych zysków, oraz pobudzać ją do prowadzenia gry przez pozostawienie jej nadziei na rewaloryzację franka,

bądź przeciwnie powstrzymać spekulację przez ustalenie ustawowej wartości franka, wprowadzając regulator w formie przyływu i odpływu złota”. „Pozostawiając dewizy do dyspozycji ich rodzimego rynku, bank zasilał strumień podaży, który usiłował zahamować. Utrzymywał on na tych rynkach sztuczną płynność pieniądza, pozwalając im bez końca powtarzać ich zakupy franków, nie ponosząc odpowiedniej redukcji własnych rozporządzalnych środków. W rzeczywistości bank faworyzował powstanie i rozwój światowej inflacji kredytowej, która mogła być powstrzymana jedynie dzięki efektywnym wypłatom w złocie”¹.

Nie ulega żadnej wątpliwości, że wymiana dewiz na złoto osłabiłaby znacznie pozycję spekulacji na zwyżkę franka.

¹ Ibidem, str. 5.

Lecz interwencja Banku Francuskiego rozwijała się w tym kierunku z wielką ostrożnością, mając na względzie oszczędzanie rynków zagranicznych przed zamętem, jaki mógłby wywołać znaczniejszy skup złota¹.

W związku z tem wymiana dewiz na złoto nie przybrała większych rozmiarów. W kwietniu 1927 roku Bank Francuski przejął napowrót resztę złota (t. j. 462,8 milj. fr. według dawnego parytetu), zdeponowanego w Bank of England w czasie wojny na podstawie umowy z 25 kwietnia 1916 roku, jako gwarancję udzielonego Francji kredytu. Pozatem w ciągu pierwszego półroczu 1928 roku Bank Francuski wymienił na kruszec w New Yorku 168 milj. dol., posiadanych w portfelu dewiz. Jednakże większość nabytego w tym czasie złota pochodziła ze skupu na rynku wewnętrznym.

Jeżeli chodzi o cel i zadanie interwencji, różnica między metodami banków Francuskiego i Angielskiego powstała raczej na tle mniejszej „kurtuazji” tego ostatniego w stosunku do rynków zagranicznych przy wymianie dewiz na złoto. W konsekwencji działalność na zwyżkę franka znalazła swój wyraz głównie w gotówkowej konwersji obcych walut na franki, co powodowało niepomiarowy wzrost portfela dewizowego Banque de France. Bank Angielski natomiast, będąc w analogicznych warunkach, wymieniał dewizy na złoto i akumulował rezerwy kruszcu. Ponadto Bank Francuski stosunkowo wcześniej przystąpił do stabilizacji faktycznej franka, podczas gdy Bank Angielski stanowczo się przed tem uchyla. Rezultatem tego stanowiska był fakt, że kursy gotówkowe franka nie podlegały znacznieszym wahaniom, kurs funta zaś oscyluje w nieporównanie większych granicach.

Zdecydowane przeciwstawienie się zarówno w jednym, jak i drugim wypadku zwyżce waluty krajowej spowodowało, że zaangażowanie spekulacji w operacjach terminowych było stosunkowo niewielkie.

Jak z poniższego zestawienia wynika, ewolucja stopy terminowej na zwyżkę franka, podobnie jak miało to miej-

¹ Porówn. ibidem, str. 6.

sce również w stosunku do funta, nie przybrała znaczniejszych rozmiarów.

Rozwój w Paryżu przeciętnej stopy terminowej na jeden miesiąc, wyrażonej w odsetkach w stosunku rocznym do kursu funta angielskiego oraz dolara Stanów Zjednoczonych A. P., przedstawiał się w ciągu 1926, 1927 i na początku 1928 roku następująco¹:

R — PREMJA D — BONIFIKATA

Miesiąc:	1926 r.		1927 r.		1928 r.	
	funty	dolary	funty	dolary	funty	dolary
styczeń	R $\frac{5}{8}$	R $\frac{29}{32}$	R $\frac{6^{11}}{16}$	R $\frac{6^{27}}{32}$	D $\frac{18}{32}$	D $\frac{5}{32}$
luty	R $\frac{1}{16}$	R $\frac{2}{32}$	R $\frac{4}{16}$	R $\frac{4^{21}}{32}$	D $\frac{15}{32}$	D $\frac{7}{32}$
marzec	R $\frac{1^{25}}{32}$	R $\frac{2}{32}$	R $\frac{2^{11}}{32}$	R $\frac{2}{16}$	D $\frac{15}{32}$	D $\frac{5}{32}$
kwiecień	R $\frac{3}{8}$	R $\frac{1}{8}$	D $\frac{1}{32}$	D $\frac{3}{32}$	D $\frac{13}{32}$	D $\frac{7}{32}$
maj	R $\frac{10}{32}$	R $\frac{11}{32}$	D $\frac{2^{11}}{32}$	D $\frac{2}{32}$		
czerwiec	R $\frac{16^{21}}{32}$	R $\frac{17^{23}}{32}$	D $\frac{3^3}{16}$	D $\frac{2}{32}$		
lipiec	R $\frac{24^{13}}{32}$	R $\frac{25}{8}$	D $\frac{1^{21}}{32}$	D $\frac{1^{17}}{32}$		
sierpień	R $\frac{17^{31}}{32}$	R $\frac{18^{29}}{32}$	D $\frac{1}{8}$	D $\frac{21}{32}$		
wrzesień	R $\frac{20}{16}$	R $\frac{21}{16}$	D $\frac{1}{8}$	D $\frac{29}{32}$		
październ.	R $\frac{10}{32}$	R $\frac{10^{21}}{32}$	D $\frac{15}{16}$	D $\frac{5}{16}$		
listopad	R $\frac{3^{13}}{16}$	R $\frac{4}{16}$	D $\frac{1}{32}$	R $\frac{1}{32}$		
grudzień	R $\frac{5^{11}}{32}$	R $\frac{5}{16}$	D $\frac{1}{32}$	R $\frac{11}{32}$		

Skoncentrowanie w tych warunkach akcji spekulacyjnej na rynku gotówkowym jest zupełnie zrozumiałe, ponieważ możliwości zysku, wynikające z posiadania waluty, która ma szanse wyższe, są pewniejsze od „pozycji na wyżkę” danej waluty. W operacjach bowiem terminowych zachodzi obawa zdecydowanej interwencji zainteresowanych władz, z natury swej łatwiejszej w wypadku haussy aniżeli baissy. Tem się tłumaczy, że działalność spekulacji na rynku terminowym, wyrażająca się w ewolucji stopy terminowej, jest zazwyczaj nieporównanie aktywniejsza w razie niżki danej waluty, aniżeli w razie wyżki. Stwierdza to wyraźnie wyżej przytoczone zestawienie.

Jest niezmiernie znamioną cechą kryzysu finansowego 1931—1933, że międzynarodowa spekulacja wzięła czynny

¹ Revue d'Économie politique, la France Économique: „Le marché monétaire et les changes”, str. 499, rocznik 1928.

udział wyłącznie w stosunku do walut, które dotychczas uznane były powszechnie za najmocniejsze. Spod wpływów spekulacji natomiast wyeliminowane zostały prawie wszystkie słabe waluty.

Wiele państw zdołało zapobiec spekulacji ich walutą bez uciekania się do oficjalnych ograniczeń dewizowych. Inne znów, zwłaszcza te, które na skutek silnego w poprzednich latach napływu kredytów zagranicznych nadmiernie zwiększyły swe krótkoterminowe zadłużenie zagranicą, musiały te ograniczenia wprowadzić. Pozbawione dostatecznej ilości obcych środków płatniczych i nie mając do swej dyspozycji odpowiednich kredytów, państwa te nie mogły podjąć wypłat zagranicznym. Nie pozostawało więc im nic innego, jak poddanie rynku dewizowego ścisłej reglamentacji przez wprowadzenie restrykcji dewizowych, a nawet moratorium. Zarządzenia tego rodzaju zmierzają bezpośrednio do unicestwienia spekulacji. Zakazy bowiem dokonywania wypłat na zagranicę, wydane przez kraj, którego waluta jest zagrożona, spowodować mogą poważne zamieszanie pomiędzy zagranicznymi sprzedawcami danej waluty bez pokrycia, uniemożliwiając im zaopatrzenie się.

Stopa bonifikaty, jaką dotąd notowano na rynkach zagranicznych w stosunku do danej waluty może przekształcić się wówczas na premję, a na rynku terminowym dewiz wytworzy się sytuacja, którą Anglicy nazywają „corner”.

304 277



Spis rzeczy.

	Str.
Wstęp	1
Rozdział I. <u>Podstawy międzynarodowych obrotów dewizami:</u>	3
a) <u>międzynarodowe obroty płatnicze</u>	
b) <u>mechanizm rozrachunków międzynarodowych</u>	
c) <u>zarys organizacji rynku dewizowego</u>	
Rozdział II. <u>Rola operacyj terminowych dewizami:</u>	25
a) <u>ryzyko kursu operacyj gotówkowych</u>	
b) <u>cechy formalne operacyj terminowych dewizami</u>	
c) <u>rozwój organizacji handlu terminowego dewizami</u>	
Rozdział III. <u>Technika operacyj terminowych dewizami:</u>	38
a) operacje <u>proste dewizami</u>	
b) operacje <u>reportowe dewizami</u>	
c) operacje <u>związane dewizami</u>	
d) <u>zmiana terminów operacyj</u>	
Rozdział IV. <u>Kursy terminowe dewiz:</u>	45
a) <u>sposoby notowania stopy terminowej</u>	
b) <u>wpływ stopy terminowej na wielkość kursów terminowych</u>	
c) <u>arbitraż stopy terminowej</u>	
Rozdział V. <u>Stopa terminowa a rynek pieniężny:</u>	60
a) <u>rola stopy terminowej w międzynarodowej wymianie kapitałów</u>	
b) <u>arbitraż stopy procentowej</u>	
c) <u>znaczenie stopy terminowej z punktu widzenia oceny położenia rynku pieniężnego</u>	
Rozdział VI. <u>Stopa terminowa a spekulacja:</u>	75
a) <u>rola spekulacji w międzynarodowych ruchach kapitałów</u>	
b) <u>spekulacja jako element składowy stopy terminowej</u>	
c) <u>ewolucja kursu dolara St. Zjednoczonych A. P. w latach 1931—33</u>	
d) <u>stopa terminowa a spekulacja na zwyżkę dewizy angielskiej</u>	
e) <u>operacje reportowe Banque de France</u>	