

POLSKA AKADEMJA UMIEJĘTNOŚCI
KOMITET WYDAWNICTW EKONOMICZNYCH

JAN KOSTANECKI

POLITYKA DYSKONTOWA
BANKU ANGIELSKIEGO

1914—1930

ZASIĘKIEM FUNDUSZU NAUKOWEGO ZRZESZENIA PRACOWNIKÓW BANKU POLSKIEGO

W KRAKOWIE 1930

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

Publikacje

Wydziału historyczno-filozoficznego.

Archiwum Komisji prawniczej. (Collectanea ex Archivo Collegii iuridici)
Tom VI. Kraków 1897—1926, 8-o, str. 239. 6—

Treść: Ulanowski Bolesław. Acta Ecclesiae Collegatae Varsoviensis, str. 1. — Kutrzeba Stanisław. De occlusionone viae in Slesiam (z tek śp. Bolesława Ulanowskiego), str. 91. — Ulanowski Bolesław. Jana Sierakowskiego Układ systematyczny prawa polskiego z r. 1554, str. 99. — Ulanowski Bolesław. Projekt unji polsko-litewskiej z r. 1446, str. 235.

Monumenta mediae aevi historica res gestas Poloniae illustrantia.
Tomus XIX. Kraków 1927, 8-o, str. XIV i 622. 24—

Treść: Acta Alexandri Regis Poloniae, Magni Ducis Lithuaniae etc. (1501—1506). — Akta Aleksandra Króla polskiego, Wielkiego Księcia litewskiego (1501—1506) — wydał Fryderyk Papée.

Rozprawy Wydziału historyczno-filozoficznego. Serja II. Tom XXXIX.
(Ogólnego zbioru t. 64).

Nr 1. — Kozubski Włodzimierz. Opieka nad kobietami w prawie rzymskim. Kraków 1922, 8-o, str. 48. 1—

Nr 2. — Rafacz Józef. Zastępcy stron w dawnym procesie polskim. Kraków 1924, 8-o, str. 91. 2—

Nr 3. — Arnold Stanisław. Stosunek Longobardów do Rzymian we Włoszech półn. w okresie inwazji na tle uposażenia klasztoru św. Kolumbana w Bobbio w w. VII—X. Kraków 1924, 8-o, str. 52. 1:50

Nr 4. — Schmidt Stefan. Własność folwarczna zachodniej Małopolski w chwili wskrzeszenia Państwa Polskiego. Kraków 1924, 8-o, str. 88. 2:40

Nr 5. — Bossowski Franciszek. Znalezione skarbu wedle prawa rzymskiego. Kraków 1925, 8-o, str. 70. 2—

Rozprawy Wydziału historyczno-filozoficznego. Serja II. Tom XL.
(Ogólnego zbioru t. 65).

Nr 1. — Heydel Adam. Podstawowe zagadnienia metodologiczne ekonomji. Kraków 1925, 8-o, str. 88. 1:50

Nr 2. — Zweig Ferdynand. System ekonomji i skarbowości Juliana Dunajewskiego. Kraków 1925, 8-o, str. 33. 1—

Nr 3. — Vetulani Adam. Pozew sądowy w średniowiecznym procesie polskim. Kraków 1925, 8-o, str. 115. 2:40

Nr 4. — Koschenbahr-Łyskowski Ignacy. Conventiones contra bonos mores w prawie rzymskim. Kraków 1925, 8-o, str. 17. —60

Nr 5. — Feldman Józef. Polska a sprawa wschodnia 1709—1714. Kraków 1926, 8-o, str. 163. 6—

Rozprawy Wydziału historyczno-filozoficznego. Serja II. Tom XLI.
(Ogólnego zbioru t. 66).

Nr 1. — Abraham Władysław. Pontificale biskupów krakowskich z XIII wieku. Kraków 1927, 8-o, str. 30 i 5 tabl. 2:40

Nr 2. — Manteuffell Tadeusz. Stosunki polityczne frankońsko-włoskie w wieku VI. Kraków 1927, 8-o, str. 42. 1:20

Nr 3. — Zakrzewski Kazimierz. Rządy i opozycja za cesarza Arkadiusza. Kraków 1927, 8-o, str. 157. 4:80

Nr 4. — Gwiazdomorski Jan. Przejęcie długu. Kraków 1927, 8-o, str. 203. 6—

POLITYKA DYSKONTOWA BANKU
ANGIELSKIEGO 1914—1930

POLSKA AKADEMJA UMIEJĘTNOŚCI

KOMITET WYDAWNICTW EKONOMICZNYCH

JAN KOSTANECKI

POLITYKA DYSKONTOWA
BANKU ANGIELSKIEGO

1914—1930

W KRAKOWIE 1930

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

Autor poczuwa się do miłego obowiązku wyrażenia na tem miejscu podziękowania za pomoc okazaną przy pisaniu niniejszej książki profesorowi T. E. Gregory z London School of Economics oraz panom: Cecil Lubbock i Sir Alan Anderson, b. Wice-Gubernatorom Banku Anglii.

Warszawa, maj 1930 r.

W S T Ę P.

Tajemnica otacza działalność Banku Anglii. Jedyne źródłem oficjalnym jest tygodniowy wykaz, ogłaszany przez Bank co czwartek rano, a wykazujący stan rachunków według zamknięć ze środy wieczór. Bank jest obowiązany do ogłaszania tego wykazu na mocy ustawy wprowadzonej przez Sir Robert Peel'a w r. 1844, której pełny tytuł brzmi: „An act to regulate the issue of bank notes and for giving to the Governor and Company of the Bank of England certain privileges for a limited period“ (VII and VIII Vict. c. 32). Bank ogłaszał wykaz bez najmniejszych zmian w formie przepisanej przez Bank-Act aż do dnia 21 listopada 1928 r., odkąd zaczął obowiązywać: „Currency and Bank-notes Act 1928“, który wprowadził doń zmiany, bardzo zresztą nieznaczne. Zmiany te będą omówione w dalszym ciągu w związku z zagadnieniami merytorycznymi.

Zgodnie z zasadniczym stanowiskiem teoretycznym Sir Robert Peel'a, Bank dzieli się na dwa ściśle rozgraniczone oddziały, zupełnie niezależne w swojej działalności, mianowicie: Wydział Emisyjny (Issue Department) i Wydział Bankowy (Banking Department).

Issue-Department wykazuje w aktywach na pierwszym miejscu dług Skarbu Państwa, „Government-Debt“, w wysokości £ 11.015.100. Dług ten powstał z pożyczek, udzielanych przez Bank Państwu przy każdorazowym odnawianiu przywileju emisyjnego, i jest długiem książkowym Państwa wobec Banku, niepokrytym żadnymi obligacjami ani innymi dokumentami obiegowymi. Druga natomiast pozycja, „Other Securities“, „Inne aktywa“ składa się z papierów wartościowych dowolnie wybieranych przez Bank. Akt Peel'a,

zażądał bowiem jedynie, aby Bank przeniósł z Wydziału Bankowego do Wydziału Emisyjnego taką ilość „securities“, aby te, łącznie z poprzednim długiem Państwa, pokryły emisję niepokrytą złotem w wysokości £ 14.000.000, nie stawiając jednakże żadnych innych warunków co do tych lokat. Obok papierów państwowych nabywanych przez Bank na rynku mogą więc tu wchodzić pierwszorzędne obligacje, priorytety kolejowe i przemysłowe i inne podobne papiery bezwzględnie pewne.

Bank-Act uprawniał Bank Anglii do zaliczania do pokrycia metalowego srebra do wysokości, nieprzekraczającej $\frac{1}{4}$ posiadanego zapasu złota, ale Bank nigdy nie skorzystał z tego uprawnienia, tak że przewidziana w wykazie pozycja „srebro w monetach i sztabach“ stale była pusta.

Pozycja „złoto w monetach i sztabach“ składa się z sowerenów angielskich, monet zagranicznych i złota w sztabach. Pozycja ta jest najważniejszym aktywem „Issue Department“, ponieważ ona tylko wykazuje wahania z tygodnia na tydzień i ma decydujący wpływ na całe położenie Banku.

Pasywa obejmują tylko jedną pozycję, mianowicie emisję banknotów. Wykaz Banku Anglii różni się tem od wykazów prawie wszystkich innych banków emisyjnych, że wykazuje nie ilość banknotów, znajdującą się w obiegu wśród publiczności, ale całkowitą ilość banknotów, która może być emitowana w ustawowych granicach obiegu na podstawie posiadanego zapasu złota. Ponieważ obieg faktyczny jest oczywiście od tej ilości stale mniejszy, część banknotów pozostaje w rękach Banku i jest przenoszona do Banking Department, gdzie występuje pomiędzy aktywami.

Wydział Bankowy wykazuje w pasywach na pierwszym miejscu kapitał zakładowy Banku w wysokości £ 14.553.000. Kapitał ten jest podzielony na akcje imienne, wartości nominalnej £ 100, których własność przenosi się przez przepisanie nazwisk właścicieli w księgach akcjonaryuszy Banku. Następną pozycją, „Rest“, stanowi jednocześnie sumę jawnych rezerw oraz saldo rachunku zysków i strat. Czysty zysk Banku jest dopisywany do niej co ty-

dzień tak, że jej wysokość wzrasta stale od jednej wypłaty dywidendy do drugiej.

Bank Anglii prowadzi od lat politykę utrzymywania tej rezerwy na wysokości nieco ponad £ 3.000.000, tak że na podstawie nadwyżki tej pozycji ponad powyższą kwotę w ostatnich tygodniach przed wypłatą dywidendy można z dużą pewnością przepowiedzieć jej wysokość. Akcje Banku Anglii należą do najpewniejszych papierów lokacyjnych, zarówno dzięki polityce wypłacania prawie niezmiennej dywidendy, jak i dzięki wielkim, nieujawnionym rezerwom Banku. Wiadomo np., że główny budynek Banku, zajmujący jeden z najdroższych terenów na świecie, nie figuruje zupełnie w jego bilansie. Na podstawie „Bank-Act'u“ Bank był zobowiązany do rozdzielania depozytów tylko całkiem ogólnikowo, na depozyty Państwa (Public Deposits) i depozyty prywatne (Private Deposits). Do depozytów państwowych wchodzi przedewszystkiem „Exchequer Balance“, zapas gotówki Skarbu Państwa, dalej rachunki Komisarza Długu Publicznego, Kas Oszczędności i rachunki dywidendowe. Pozycja ta wykazuje silne wahania w ciągu roku w związku z systemem skarbowym angielskim, w którym stosunek wydatków do dochodów Państwa w poszczególnych miesiącach budżetowych ulega bardzo silnym zmianom.

Depozyty prywatne obejmują przedewszystkiem „London Bankers' Balances“, t. j. rachunki banków, należących do Clearing House londyńskiego, obok których rachunki innych banków i klienteli niebankowej zajmują drugorzędne miejsce co do rozmiaru i znaczenia. Chociaż Bank Anglii nie był obowiązany do podawania żadnych szczegółów, ogłaszał osobno wysokość „Bankers' Balances“, aż do r. 1877; gdy jednakże w chwilach silniejszego napięcia finansowego okazywało się, że depozyty banków clearingowych przewyższały rezerwy Wydziału Bankowego, czyli, że ilość banknotów i złota w posiadaniu Wydziału Bankowego nie wystarczyłaby na natychmiastową spłatę tych należności, od których zależy płynność całego rynku pieniężnego (stan taki występuje w 61 wykazach tygodniowych w latach 1844—1877) — ujawnianie tego stanu rzeczy przyczyniało się je-

dynie do wzmożenia zaniepokojenia. Bank Anglii skorzystał wobec tego z faktu, że prawnie nie był zobowiązany do podawania osobno obu rodzajów depozytów i od końca r. 1877 zaniechał ogłaszania tych cyfr. Dopóki depozyty banków clearingowych były osobno wykazywane, przewyższały one inne depozyty i ich przewaga stale i silnie wzrastała. Chociaż powszechnie było wiadomem, iż rozwój ten trwał nadal i po r. 1877, dokładna ich wysokość była utrzymywana przez Bank w bardzo ścisłej tajemnicy do dnia 21 listopada 1928 r., gdy po wejściu w życie „Currency and Banknotes Act“ Bank rozpoczął znowu odrębne ich wykazywanie.

Ostatnia pozycja pasywów „seven day and other bills“ straciła zupełnie swe znaczenie w czasach nowożytnych i pozostała tylko jako anachronizm. „Seven day bills“ — krótkoterminowe przekazy Banku, ciągnięte przez Centralę na oddziały na prowincji lub odwrotnie — były bardzo rozpowszechnionym środkiem przekazywania gotówki w czasach słabego rozwoju komunikacji kolejowej i obrotu czekowego.

Po stronie aktywów sprawozdanie Wydziału Bankowego wymienia na pierwszym miejscu złoto i srebro w monetach. Pozycja ta jest pozbawiona większego znaczenia, gdyż Wydział Bankowy zachowuje u siebie jedynie drobną ilość złota i srebra, potrzebną do codziennego obrotu kasyowego, przenosząc nadwyżkę do Wydziału emisyjnego. Następna pozycja, banknoty zatrzymane w Wydziale Bankowym, ma natomiast pierwszorzędne znaczenie dla całokształtu polityki Banku. Ponieważ Wydział Emisyjny stale wyzyскуje maximum swoich ustawowych uprawnień emisyjnych, ilość banknotów zatrzymanych w Wydziale Bankowym stanowi ostateczną rezerwę, którą Bank może zaspokoić za potrzebowanie rynku na prawne środki płatnicze. Płynność Banku zależy zatem — poza możliwością ściągnięcia z zagranicy złota, któreby umożliwiło rozszerzenie emisji — jedynie od wysokości tej pozycji. Przy omawianiu położenia Banku Anglii stale napotyka się pojęcia: „size of the reserve“ — wysokość rezerwy, t. j. suma złota, srebra i banknotów w Wydziale Bankowym i „ratio of the

reserve“ — stosunek rezerwy, t. j. stosunek rezerwy do sumy depozytów publicznych, depozytów prywatnych i „seven day and other bills“.

Pozostałe aktywa Banku są znowu podane bardzo ogólnikowo, podzielone są jedynie na „government securities“ i „other securities“. Do pierwszych, t. j. do kredytów rządowych należą obok inwestycji Banku w papierach państwowych krótko- i długoterminowych pożyczki udzielane przez Bank wprost Skarbowi, t. zw. „Ways and Means Advances“. Pożyczki te, w czasach pokojowych bardzo ściśle krótkoterminowe, są zaciągane przez Skarb w okresach, w których wydatki miesięczne przewyższają dochody, a są spłacane bądźto z nadwyżek dochodów w następnych miesiącach, bądźto z wyników operacyj finansowych, jak emisje pożyczki na rynku i t. p. Bank nie podaje żadnych szczegółów co do składu „Government Securities“, natomiast Kanclerz Skarbu ogłasza stan kasy państwowej co tydzień, przy czem suma zobowiązań z tytułu „Ways and Means advances“ wobec Banku jest szczegółowo wymieniana. Wykaz tygodniowy Banku zatem w tygodniach, w których „Ways and Means advances“ są zupełnie spłacone, wykazuje w przybliżeniu inwestycje Banku w papierach państwowych, chociaż, wobec różnych dat, do których obydwa wykazy się odnoszą, — środa w wykazie Banku, sobota w wykazie skarbowym — dane te mogą dawać jedynie przybliżone pojęcie o składzie portfelu Banku.

Skład pozycji innych aktywów również nie był nigdy oficjalnie wyjaśniany, aż do wejścia w życie „Currency and Banknotes Act“ z r. 1928. Wiadomem było jednak z pośrednich źródeł, że wchodzi tutaj „advances to the market“, t. j. dyskonto weksli i pożyczki krótkoterminowe, udzielane maklerom wekslowym, pozatem zaś dyskonto weksli i pożyczek dla własnych klientów Banku oraz inwestycje Banku w papierach kolonialnych, samorządowych, obligacjach, priorytetach i akcjach kolejowych i przemysłowych i t. d.

Wykaz tygodniowy jest jedynym oficjalnym źródłem informacji o działalności Banku. Bank nie ma obowiązku podawania żadnych innych wykazów, przede wszystkim nie jest obowiązany do publikowania bardziej szczegółowego bilansu

rocznego. Również sprawozdania Dyrekcji na dorocznych zebraniach akcjonariuszy nie dają żadnych wyjaśnień. Sytuację zaciemnia dalej to, że Bank poza funkcjami, których wyniki musi ogłaszać w wykazie tygodniowym, załatwia szereg czynności, których rezultaty cyfrowe nigdy nie są podawane do publicznej wiadomości. I tak wiadomo np., że złoto, deponowane w Banku Anglii przez zagraniczne banki emisyjne, jako depositum regulare — t. zw. „gold earmarked for foreign account“ — nie jest wykazywane w bilansie tygodniowym, który ani nie zalicza tego złota do zapasu Wydziału Emisyjnego czy Wydziału Bankowego, ani też nie wykazuje zobowiązań Banku z tego tytułu.

Pewnem dalszem źródłem wiadomości o działalności Banku są sprawozdania z obrad komisji parlamentarnych, powoływanych od czasu do czasu dla zbadania roli Banku w czasie kryzysów finansowych. Ostatnia Komisja taka została jednakże powołana w r. 1867 tak, że źródła tego rodzaju dla czasów nowożytnych zupełnie zawodzą. Komisja Skarbu dla waluty i dewiz zagranicznych po wojnie z r. 1918/19, której przewodniczył Lord Cunliffe, musiała oczywiście zajmować się polityką Banku Anglii, ale jej raporty dają mało nowego materiału, odnoszącego się do jego konkretnej działalności. Podobnie pod tym względem przedstawia się także raport Komisji dla połączenia emisji banknotów i currency-notes z r. 1924.

Najwięcej stosunkowo materiału półoficjalnego daje interview Rady Banku Anglii z National Monetary Commission Stanów Zjednoczonych, która w r. 1913, w związku z pracami przygotowawczymi dla stworzenia Federal Reserve System, zwiedziła europejskie centra finansowe, starając się wydobyć od ich kierowników wszelkie arkana wiedzy bankowej. Pewnych ciekawych informacji dostarczają również zeznania Gubernatora Banku Anglii Montagu Normana przed Komisją dla Waluty i Skarbowości Indyjskiej, pod przewodnictwem Sir Hiltona Younga z r. 1926.

Dzienniki, podobnie jak i poważne tygodniki ekonomiczne, są zwykle dobrze informowane o motywach działalności Banku, zwłaszcza co do wiadomości, przedostających się

za pośrednictwem maklerów wekslowych; przedewszystkiem zasługuje na uwagę część finansowa dziennika „The Times“, uchodzi bowiem za pewnik, że jej „City Editor“ ma dostęp do kierowniczych sfer Banku i że, o ile „Times“ komentuje politykę dyskontową Banku, to wyjaśnienia takie podawane są conajmniej za cichą zgodą Banku.

ROZDZIAŁ PIERWSZY.

Londyński rynek pieniężny przed wojną.

„Often during the past four years we have asked English Economists and Bankers for their opinions on Robert Peel's Act and on the reforms in it which had been proposed. It has been but seldom that we have received a decisive answer... On the other hand, I have frequently heard foreigners solve the problem without any hesitation. Unfortunately, I have also noticed that this excess of certainty did not always proceed from an excess of knowledge“.

Andréadès, History of the Bank of England p. 1406 n. 2.

Jednostką waluty Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanji i Irlandji jest funt sterling o zawartości 7,98805 gr. złota próby 11/12, co odpowiada zawartości czystego złota 7,32238 gr. Zgodnie z powyższym stosunkiem Mennica Państwowa płaci za jedną uncję czystego złota £ 3.17.10¹/₂, t. j. wydaje wzamian za uncję złota powyższą ilość wybitych sowerenów, względnie półsowerenów, ponosząc sama kosztą bicia monet. Od wprowadzenia pełnej waluty złotej w r. 1816 Mennica była zobowiązana do wybijania monet złotych na żądanie publiczności w nieograniczonej ilości, chociaż w praktyce wybijanie monet odbywało się jedynie z inicjatywy i na rachunek Skarbu Państwa. Monety złote, wybijane w jednostkach po 10 szylingów i jednym funcie, miały pełną moc zwalniania od zobowiązań w całym Zjednoczonym Królestwie. Obok tego znajdowały się w obiegu monety zdawkowe podwartościowe ze srebra i brązu w jednostkach od

$\frac{1}{4}$ pensa do 5 szylingów, posiadające pełny kurs kasowy, lecz tylko ograniczoną moc zwalniania od zobowiązań.

Obieg banknotów nigdy nie był i dotychczas jeszcze nie jest jednolicie ukształtowany na całym terytorjum Zjednoczonego Królestwa. Monopol Banku Anglii został określony w r. 1826 jako wyłączne prawo emitowania banknotów w promieniu 65 mil od Katedry św. Pawła w Londynie. Na pozostałym obszarze Anglii wolność emitowania banknotów była zupełna. Banknoty emitowały liczne banki akcyjne i banki prywatne, przyczem warunki emisji i wymiany były zupełnie niejednolite a prawo wymagało jedynie, aby banknoty były na żądanie wypłacane w złocie. Podobnie w Szkocji, Irlandji, na wyspach w kanale La Manche i na wyspie Man emisją zajmowało się szereg banków prywatnych.

Reforma przeprowadzona przez Sir Roberta Peel'a w r. 1844 uprościła ten system tylko częściowo. Wydział Emisyjny Banku Anglii otrzymał prawo emitowania banknotów ponad każdorazowo posiadany zapas złota w wysokości równej najniższemu obiegowi faktycznemu banknotów w Anglii w latach 1800—1843, t. j. w wysokości 14 milionów funtów. Banknoty emitowane ponad tę sumę, musiały odtąd być pokryte w pełnej wysokości złotem. Emisja Banku Anglii stała się więc nieelastyczną w tym sensie, że wahania jej musiały odtąd stosować się ściśle do ilości złota, złożonego w kasach Banku. Prowincjonalne Banki angielskie otrzymały kontyngent emisji niepokrytej złotem równy ich emisji faktycznej w dniu 6 kwietnia 1844, przyczem jednakże Bank Anglii zachował nadal monopol emisji w Londynie i okolicy. Powstawanie nowych banków emisyjnych na prowincji zostało zakazane, a przywilej emisyjny istniejących banków został z góry określony jako wyjątek od zasady monopolu Banku Anglii i to wyjątek skazany na wymarcie. W razie bowiem, gdyby którykolwiek z tych Banków utracił swoje prawo emisji czyto przez zaprzestanie działalności, czyto przez przeniesienie swej siedziby do Londynu lub połączenie z bankiem londyńskim, Bank Anglii miał prawo do powiększenia swojej emisji niepokrytej o $\frac{2}{3}$ emisji przepadłej. Skutkiem ruchu koncentracyjnego bankowości angielskiej,

przeważna część banków prowincjonalnych utraciła swój przywilej emisyjny przez połączenie się z bankami londyńskimi, względnie utrzymującymi oddziały w Londynie. Kontyngent emisji banków prowincjonalnych spadł z £ 8.631.647 w r. 1844 na £ 429.040 w ostatnich miesiącach przed wojną a jednocześnie kontyngent emisji niepokrytej Banku Anglii wzrósł z 14 milionów funtów szterlingów do £ 18.450.000.

Kontyngent emisyjny banków szkockich i irlandzkich został również ograniczony do wysokości faktycznego obiegu w dniu 6 kwietnia 1844, w Szkocji do £ 3.087.209, w Irlandji do £ 6.354,494. Kontyngent szkocki spadł skutkiem likwidacji trzech banków emisyjnych do £ 2.676.350, natomiast w kontyngencie irlandzkim nie zaszła żadna zmiana.

Bilety Banku Anglii są od r. 1833 prawnym środkiem płatniczym w Anglii i Walji, lecz nie w Szkocji i w Irlandji, tak samo banknoty banków szkockich i irlandzkich są prawnym środkiem płatniczym w Szkocji, względnie w Irlandji, lecz nie poza temi terytorjami.

Akt Peel'a uznał w drodze ustawodawczej fakt uwidoczniiony najpierw przez Ricarda, że emisja banknotów nie wchodzi, ściśle biorąc, w zakres bankowości. Obydwa oddziały Banku zostały jaknajściślej rozgraniczone, a funkcje Wydziału Emisyjnego od chwili jego powstania w r. 1844 były zupełnie automatyczne. Sir Robert Peel określił Wydział Emisyjny podczas dyskusji w Izbie Gmin w następujących słowach: „Jest to samodzielna Instytucja Państwowa, działająca w budynku Banku i zupełnie niezależnie od Rady Banku“. Emisja banknotów została uregulowana w sposób tak ścisły, że w praktyce można ją uważać za certyfikaty złote, a nie banknoty w właściwym znaczeniu. Bank Act nie daje żadnej teoretycznej definicji, ale mowy i memorjały Peel'a wskazują zupełnie wyraźnie, że nadanie im takiego charakteru było jego celem, a kontyngent emisji niepokrytej złotem w wysokości £ 14.000.000 był raczej niedokładnością w konturach systemu, aniżeli zasadniczą jego cechą. Chociaż w r. 1914 emisja niepokryta wzrosła do £ 18.450.000, stosunek emisji niepokrytej do całkowitego obiegu stale się zmniejszał tak, że nawet z punktu widzenia czysto statystycznego banknoty coraz bardziej stawały

się nieposzlakowaną emisją certyfikatów złotych. Opinia publiczna nie zajmowała się temi teoretycznymi szczegółami, ale zdaje się, że przekonanie o doskonałości waluty angielskiej było oparte nietylko na pewności, że banknoty można w każdej chwili wymienić na złoto, ale i na poczuciu, że są one pokryte złotem w pełnej wysokości. Wydawanie banknotów w ilości równej zdeponowanemu złotu i wykupywanie ich w złocie były czynnościami niewiązącymi się koniecznie z Bankiem Anglii. Gdyby Wydział Emisyjny był połączony organicznie z Ministerstwem Skarbu, a banknoty były emitowane wprost przez Państwo, polityka Banku Anglii nie ulegałaby przez to żadnej zmianie, a nawet charakter samego pieniądza niewieleby się zmienił. Nawet w tym wypadku dałby się do pewnego stopnia utrzymać ich charakter jako zobowiązania prawno-prywatnego Instytucji niepaństwowej, jak tego dowodzi konstrukcja prawna wprowadzonych po wybuchu wojny „Currency-Notes“¹. Tak długo, jak przepisy emisyjne nie byłyby naruszone, różnica pomiędzy banknotami Banku a pieniądzem emitowanym przez Państwo okazałaby się jedynie w razie likwidacji Banku Anglii. W takim bowiem wypadku złoto dla wymiany emisji niepokrytej zapasem kruszcu pochodziłoby dla banknotów z nadwyżki likwidacji innych aktywów Banku, a dla pieniędzy państwowych musiałoby być dostarczone wprost przez Państwo. Różnica ta, uwydatniająca się jedynie w razie wysoce nieprawdopodobnego zbiegu okoliczności, jest oczywiście pozbawiona praktycznego znaczenia. W myśl doświadczenia ostatniej wojny należy jednak z wielkim naciskiem podkreślić jedną okoliczność: nie można już nadal twierdzić, jakoby pozostawienie emisji w ręku prywatnej instytucji, na której kierownictwo Rząd niema wpływu, zabezpieczało kraj przed niebezpieczeństwem inflacji. Państwo bowiem zawsze zachowuje możność, o ile nie formalne prawo, tworzenia pieniądza i udzielenie monopolu prywatnej instytucji nie stanowi gwarancji, że Rząd nie nadużyje swojego uprzywilejowanego stanowiska. Łatwość, z jaką Skarb Angielski zorganizował drugi bank emisyjny, nazwany skrom-

¹ Vide str. 42 co do charakteru „Currency-Notes“.

nie „Rachunkiem Emisyjnym Currency Notes“ wykazała raz jeszcze, że dobroć waluty każdego kraju zależy od uświadomienia finansowego jego opinii publicznej, a nie od ustroju prawnego instytucji emitującej.

Rozgraniczenie między emisją pieniądza, a działalnością bankową zostało przeprowadzone przez akt Peel'a z bezwzględną jasnością, a jednak rozwój wypadków złagodził bardzo znaczenie praktyczne rozróżnienia, wprowadzonego przez Ricarda. Pozostało oczywiście po dziś dzień prawdą, że Wydział Bankowy nie miesza się w funkcje wydziału emisyjnego, t. j. w dostarczanie banknotów. Prawne środki płatnicze straciły jednakże bardzo wiele ze znaczenia, które posiadały w r. 1844. W obiegu gospodarczym ustawowa waluta została zastąpiona prawie w zupełności środkami płatniczymi kredytowymi, tworzonymi przez samo gospodarstwo społeczne, a opartymi w ostatnim rządzie na działalności Wydziału Bankowego Banku Anglii.

Pieniądz metaliczny był używany przed wojną jedynie do zupełnie drobnych wydatków w obrocie detalicznym, w podróżach, do wypłaty zarobków i t. p. Bilety Banku Anglii nie mogły być używane do wypłat poniżej pięciu funtów, ponieważ Bank nigdy nie otrzymał upoważnienia do emisji banknotów w mniejszych odcinkach. Literatura monetarna angielska zupełnie jednogłośnie podkreślała, że banknoty były używane przedewszystkiem jako rezerwa gotówkowa w kasach banków, pozatem jako środek płatniczy przy transakcjach, związanych ze specjalnymi formalnościami prawnymi, jak np. przy sprzedaży nieruchomości¹, do innych celów jednakże banknoty ustępowały coraz więcej wypłatom za pomocą czeków, które zresztą konkurują z pieniądzem ustawowym równie silnie i dla mniejszych wypłat².

Waluta czekowa musi z konieczności opierać się na

¹ Vide H. Withers. War and Lombard Street.

² „Można z pewnością twierdzić, że z wyjątkiem wypadków zakupów nieruchomości, wypłat zarobków, drobnych domowych i innych wydatków, pieniądz ustawowy został prawie zupełnie zastąpiony przez czeki oparte na kredycie“. Bankers Magazine, we wstępie do sprawozdania Izby Rozrachunkowej za r. 1922.

wysoko rozwiniętej sieci banków depozytowych. Potrzeba na to, aby w społeczeństwie istniały nie tylko znaczne zapasy kasowe, ale aby one były powierzane bankom gotowym do stosowania się do życzeń swojej klienteli w zakresie obrotu bezgotówkowego. Dla rozwoju obrotu czekowego koniecznym jest dalej, aby osoby, otrzymujące чеки jako zapłatę, również należały przynajmniej w swej większości do sfer, operujących rachunkami bankowymi tak, aby im wystarczyło, gdy otrzymane чеки są im kredytowane w bankach i które wobec tego nie żądają natychmiast ich wypłaty w gotówce. W początkowych stadiach wprowadzania obrotu czekowego stanowi to do pewnego stopnia błędne koło. Wypłaty czekami nie wywierają swego pełnego wpływu na zaoszczędzenie środków obiegowych, dopóki znaczna ilość czeków dostaje się do rąk osób, nieposiadających rachunku w żadnym banku, a z drugiej strony dopóki większość klientów jakiegoś przedsiębiorstwa woli otrzymywać wypłaty w gotówce aniżeli w czekach, niema żadnej nadziei, aby przedsiębiorstwo takie przeszło z systemu kasowości gotówkowej do systemu kasowości czekowej. Z drugiej strony jednakże kryzysy finansowe w Nowym Yorku w r. 1907 i w Londynie w r. 1914 wykazały, że w ostatnich stadiach rozwoju obrotu czekowego faktyczna możliwość skonwertowania czeków na gotówkę odgrywa coraz mniejszą rolę. W obydwu tych kryzysach wypłacalność czeków została ograniczona w drodze zarządzeń publiczno-prawnych, a mimo to nie pojawiły się żadne odznaki, któreby wskazywały na zmniejszenie się ich popularności jako środka obiegowego. Obroty na Izbach Rozrachunkowych w obydwu tych centrach wykazały wprawdzie znaczny spadek, lecz nie tak wielki, aby w obydwu wypadkach nie dał się wytłumaczyć przez zmniejszenie obrotów handlowych skutkiem jednoczesnego wystąpienia ostrego kryzysu gospodarczego, a nie przez powszechny powrót do bardziej prymitywnego obiegu pieniądza ustawowego. W teorii każdy czek, wystawiany na podstawie istniejącego salda kredytowego w banku, daje możliwość uzyskania pieniądza ustawowego, czyli w krajach o walucie złotej efektywnego złota. W praktyce jednak możliwość ta istnieje tylko o ile jedynie

znikoma część czeków, znajdujących się w obiegu, jest jednocześnie przedstawiana do wypłaty w gotówce, co więcej, niezgodność pomiędzy teorią a praktyką wzrasta w miarę rozwoju obiegu czekowego. Im większą ilość czeków dany system bankowy potrafi utrzymać w obiegu przy tej samej ilości złota, znajdującego się w kraju, tem doskonalsza jest organizacja ustroju pieniężnego i tem większą jest oszczędność kapitału rzeczowego, nieprodukcyjnie tezauryzowanego. Ale jednocześnie jako wynik tego rozwoju zmniejsza się proporcja czeków, które mogą być jednocześnie wymieniane na złoto. Publiczność musi używać czeków, nie zastanawiając się zbyt głęboko nad efektywną możliwością wypróbowania teorii, na której system ten jest oparty. Dogodność tej formy organizacji pieniężnej musi wytworzyć poczucie pewności dostatecznie silne, aby zapobiedz zakłóceniu normalnego funkcjonowania organizmu kredytowego przez zbyt natarczywe nastawanie jego członków na wykonywanie całego zakresu swych uprawnień.

Ewolucja systemu bankowości angielskiej doprowadziła w ostatnich latach przed wojną do wyraźnego rozdziału funkcji pomiędzy kilkoma typami instytucyj finansowych, występujących na rynku londyńskim.

Historycznie najdawniejszy typ bankiera prywatnego znikł ostatecznie dopiero w czasie wzmożenia ruchu koncentracyjnego po wojnie, lecz już poprzednio było zupełnie widocznem, że banki akcyjne mają nad nimi bezwzględną przewagę konkurencyjną. Zarówno bankierzy osiedli w City i zakresem interesów niewiele różniący się od depozytowych banków akcyjnych, jak i „West End Bankers“, specjalizujący się w prowadzeniu rachunków arystokracji angielskiej i szukający pośród nich również sposobności lokaty powierzonych im kapitałów, wyraźnie ulegali swoim współzawodnikom młodszej daty.

Banki Akcyjne powstały przeważnie w latach 30-ych XIX wieku, przyczem w chwili ich powstania zaznaczyła się bardzo dobitnie różnica pomiędzy bankami prowincjonalnemi, mającemi jeszcze do r. 1844 nieograniczone prawo emisji banknotów, a bankami londyńskimi, pozbawionemi uprawnień emisyjnych, skutkiem monopolu Banku Anglii.

Ruch koncentracyjny rozpoczął się w bankowości angielskiej w drugiej połowie XIX wieku, doprowadzając z jednej strony do bardzo znacznego zatarcia tej różnicy — banki prowincjonalne bowiem, łącząc się z bankami londyńskimi, uzyskiwały bezpośredni dostęp do Izby Rozrachunkowej w Londynie, ale zato traciły swoje uprawnienia emisyjne — a z drugiej strony zredukował ogólną ilość banków tak znacznie, że w obecnej chwili pięć wielkich banków akcyjnych skupiło w drodze fuzji lub wykupu kontrolujących pakietów akcyj prawie wszystkie istniejące banki akcyjne angielskie. W ostatnich latach przed wojną wprawdzie ilość banków niezależnych była większa, ale przewaga dwunastu wielkich banków, z których fuzji powstało obecnych pięć, występuje już bardzo wyraźnie. Banki akcyjne od chwili swego powstania były w najściślejszym znaczeniu bankami depozytowymi, zdobywającymi środki jedynie przez przyjmowanie krótkoterminowych depozytów (przeoglądając bilanse tych banków, nie napotyka się nigdy np. emitowania obligacji lub tym podobnych form zdobywania kredytu długoterminowego), ograniczającymi swoje interesy aktywne również tylko do interesów ściśle krótkoterminowych i biorącymi minimalny udział w długoterminowym finansowaniu przemysłu, interesach emisyjnych, założycielskich i t. d. Dalej jeszcze, i to stanowi specyficznie angielską cechę rozwoju tych banków, nie zajmowały się one aż prawie do samego końca XIX wieku interesami zagranicznymi, pozostawiając cały obrót wypłatami międzynarodowymi w ręku domów bankierskich i oddziałów banków zagranicznych, osiadłych w Londynie. Dopiero w ostatnich dziesięciu latach przed wojną rozpoczęła się w tej dziedzinie penetracja banków akcyjnych na większą skalę, zarówno przez żywszą ich działalność na rynku dewizowym jak i przez organizowanie sieci afiliacji zagranicznych. Po dziś dzień jednakże główne pośrednictwo pomiędzy rynkiem pieniężnym londyńskim a innymi rynkami świata spełniają prywatne domy bankowe, zwane „Merchant Bankers“ albo „Accepting Houses“; ich główną funkcją jest „pożyczanie swego kredytu“ przez akceptowanie weksli, ciągnionych na nie przez importerów względnie eksporterów, dla finansowania międzynarodowego

ruchu towarowego. Przeważna część instytucyj tego rodzaju wywodzi się historycznie z domów handlowych, które udzielały swego żyra, względnie akceptu na wekslach mniej znanych na rynku przedsiębiorstw, pracujących w zbliżonych działach handlu. Zakres działania Merchant Bankers jest znacznie rozleglejszy aniżeli zakres działania banków depozytowych, udział ich w interesach długoterminowych, emisyjnych i gwarancyj emisyjnych, zwłaszcza walorów zagranicznych, w arbitrażu dewizami i metalami szlachetnymi jest znacznie żywszy i więcej bezpośredni. Szereg największych domów, których charakter bankowy nigdzieindziej nie ulegałby wątpliwości, jak np. N. M. Rothschild and Sons, Morgan, Grenfell & Co, Lazard Brothers & Co itd., używają jedynie nazwy „Merchants“. Do tej samej kategorii należą domy, specjalizujące się w arbitrażu międzynarodowym złotem, a więc ten sam N. M. Rothschild & Sons, Montagu & Co, Mocatta & Goldsmidt. Przeważna część domów bankowych tej kategorii nie ogłasza bilansów, tak że dokładne zorientowanie się w ich działalności jest bardzo utrudnione.

Obok tych instytucyj czysto angielskich znajduje się w Londynie szereg banków szkockich i irlandzkich, które mają tam bądź to centralę, kierującą stamtąd oddziałami położonemi w ich prowincjach, bądź też oddziały, które rozmiarami swoich operacyj mało różnią się od Centrali.

Banki kolonialne osiadłe w Londynie są podobnie albo centralami Banków, założonych w Londynie na podstawie ustaw angielskich, a działających przez oddziały położone w kolonjach, albo też odwrotnie banki kolonialne są założone w kolonjach na podstawie ustaw kolonij czy dominjów i tam mają siedziby Zarządu, a w Londynie utrzymują jedynie reprezentacje, których obroty jednakże, podobnie jak przy bankach szkockich i irlandzkich, nabierają ogromnego znaczenia. Polityka angielska wobec banków zagranicznych była zawsze krańcowo liberalna i banki zagraniczne otwierały oddziały i przedstawicielstwa w Londynie bez żadnych przeszkód ze strony władz angielskich. Zwłaszcza oddziały londyńskie banków niemieckich, francuskich i amerykańskich rozrosły się do ogromnego zna-

czenia i udział ich w obrotach rynku dewizowego był przed wojną zupełnie przeważający.

Specyficznym zjawiskiem rynku londyńskiego jest wyodrębnienie się i dojście do wielkiego znaczenia bill-brokerów, domów czy maklerów wekslowych. Billbrokerzy występują jako pośrednicy zarówno między publicznością a bankami, jak też i w stosunkach banków między sobą. Przeważną część tych domów stanowią spółki o małej ilości spółników, co jest zrozumiałe, zważywszy, że jako billbroker można wejść na rynek pieniężny z najmniejszym nakładem kapitału — według utartego powiedzenia kapitałem billbrokera jest para butów i portfel na weksle — chociaż już przed wojną trzy największe firmy billbrokerów zamieniły się w towarzystwa akcyjne.

Investments-Bankers, plasujący nowe emisje wśród publiczności, Investment Trusts, pośredniczące w lokatach i duże towarzystwa asekuracyjne wchodzi również w stosunki z rynkiem pieniężnym, lecz w sposób więcej sporadyczny i to przeważnie tylko jednostronnie jako źródło pieniądza dziennego, wobec czego niema potrzeby, aby się nimi tutaj bliżej zajmować.

Organizacja londyńskiego rynku pieniężnego oparta jest na szeregu tradycji, których znaczenie jest w wielkiej części czysto konwencjonalne, i które utrzymują się bez większych zmian, mimo że okoliczności, wśród których powstały, oddawna już przestały działać.

Weksle, któremi operuje rynek, są albo akceptami handlowymi, „commercial bills“, wystawianymi przez sprzedawcę, a akceptowanymi przez nabywcę, przyczem akcepty pierwszorzędnych domów oznacza się jako „Fine Commercial Bills“, albo akcepty bankowe ciągnięte przez klientów na banki specjalizujące się w akceptowaniu takich efektów wzajemian za prowizję akceptacyjną, przyczem znowu akcepty pierwszorzędnych banków znane są jako „Prime Bank Bills“. Określenie „Commercial Bills“ używane bywa jeszcze w drugim, nieco odmiennym znaczeniu, mianowicie dla odróżnienia weksli opartych o rzeczywiste transakcje towarowe, przy których zapłata weksłu jest równoznaczna z zapłatą ceny kupna, względnie zwolnieniem z zastawu (self liquidating Commercial Bills) od weksli grzesznościowych, bę-

dających wynikiem pożyczek lub w inny sposób wystawionych dla zdobycia funduszków, czyli tak zwanych „Financial Bills“. Do dyskonta na rynku dopuszczane są w zasadzie jedynie weksle handlowe w tem drugim znaczeniu, a weksle finansowe zwłaszcza w ich najjaskrawszej formie, zwanej w żargonie rynkowym „bills of the pig-on-pork variety“ są traktowane jako materiał drugorzędny; jeżeli weksle tej kategorii dostają się na rynek, można przypuszczać z dużym prawdopodobieństwem, że zachodzi tu mniej lub więcej świadome nadużycie zaufania któregoś z uczestników rynku. Jak w dalszym ciągu będzie podkreślone, weksle finansowe w żadnym wypadku nie są przyjmowane do dyskonta czy zastawu w Banku Anglii.

Banki depozytowe dyskontują weksle własnych klientów dla pokrycia uzasadnionych potrzeb finansowych tych ostatnich, oraz uzupełniają swój portfel do wysokości, która jest dla nich ze względów bilansowych pożądana, względnie też uzupełniają portfel z tą myślą, aby uzyskać planowy rozkład ilości weksli, przypadających do zapłaty w poszczególnych dniach roku, skupując weksle o odpowiednich cechach za pośrednictwem billbrokerów. Skoro jednakże weksle raz weszły do portfela banku depozytowego, ten ostatni przestrzega skrupulatnie zasady, że weksli więcej już z ręki nie wypuszcza, nie redyskontując ich ani na rynku, ani w Banku Anglii. Utało się bowiem przekonanie, że zwrócenie się banku depozytowego o redyskonto do banku centralnego byłoby tłumaczone przez publiczność jako dowód jego trudności finansowych i mogłoby wywołać panikę wśród depozytariuszów. Przekonanie to było z pewnością uzasadnione w początkowych okresach rozwoju bankowości angielskiej, kiedy to banki depozytowe musiały się rozwijać w atmosferze silnej podejrzliwości ze strony banków prywatnych dawnego typu i wyraźnej niechęci Banku Anglii. Obecnie wydaje się wątpliwem, czy obawy tego rodzaju rzeczywiście jeszczeby się sprawdziły. Banki depozytowe znalazły jednak inny sposób utrzymania swej płynności tak, że ścisłe przestrzeganie szeregu zwyczajów, które wynikają z tego nastawienia psychicznego rynku nie tylko nie

powoduje trudności, ale nawet ułatwia gładkie funkcjonowanie mechanizmu kredytowego.

Billbrokerzy, przyjmując weksle do dyskonta od publiczności, czy od banków akceptacyjnych, nie mogą finansować ich z własnych środków, ani też z depozytów, których od publiczności w szerszej mierze nie przyjmują. Wobec tego muszą zdobywać środki na trzymanie ich w portfelu przez zaciąganie pożyczek zabezpieczonych zastawem weksli. Jedynie bilanse kilku największych domów wekslowych są dostępne dla publiczności, ale nawet pośród nich widać, że redyskonto odgrywa rolę stosunkowo małą, a główna część ich portfeli jest finansowana przez pożyczanie pieniądza dziennego. Przewaga tej ostatniej formy jest z pewnością jeszcze większa wśród mniejszych domów, stanowiących większość na rynku.

Z punktu widzenia banków, wypożyczających pieniądź dzienny, przedstawia ta forma lokaty doskonałą rezerwę płynności. Pożyczki są udzielane albo na określony, lecz krótki przeciąg (7 do 30 dni, short time money), albo też z wypowiedzeniem natychmiastowym lub z jednego dnia na drugi, „day to day“ względnie „over night loans“. W obydwu wypadkach jednakże banki mają zupełną pewność uzyskania zwrotu, ponieważ billbrokerzy w razie wycofywania pieniędzy dziennych przez jeden bank, mają możliwość spłacenia swoich zobowiązań przez zaciągnięcie analogicznej pożyczki w którymkolwiek z innych banków, mającym tego dnia nadmiar płynnych środków. O ileby nawet wszyscy kredytodawcy wycofywali swe środki z rynku jednocześnie i billbrokerzy nie mogli u żadnego z nich uzyskać nowych ułatwień, pozostaje otwarta droga do Banku Anglii, którego tradycyjną polityką jest, aby w razie przedłożenia dostatecznego zabezpieczenia nigdy, nawet w razie najostrożniejszego kryzysu, nie odmawiać kredytu, ani też w żaden arbitralny sposób go nie ograniczać. W stosunku między billbrokerami a bankami niema żadnych ograniczeń konkurencyjnych, tak że billbrokerzy, obchodząc po kilka razy dziennie wszystkie możliwe źródła pieniądza dziennego a z drugiej strony zbierając, względnie roznosząc oferty na weksle, doprowadzają do powstania ściśle jednolitej stopy

pieniądza dziennego oraz stopy dyskontowej dla pierwszorzędnych weksli handlowych i dla akceptów bankowych. Jak w dalszym ciągu będzie szczegółowo wyjaśnione, polityka Banku Angielskiego idzie od połowy XIX wieku w tym kierunku, aby swoją stopę dyskontową utrzymywać na poziomie wyższym od obowiązującej na rynku stopy dla akceptów bankowych, a co za tem idzie również na poziomie znacznie wyższym od stopy rynkowej dla pieniądza dziennego. Wobec tego staje się oczywistem, iż normalnie billbrokerzy wolą zaspakajać swe zapotrzebowanie kapitału w bankach prywatnych, a że korzystają z droższego źródła kredytu w Banku Centralnym tylko w tych wypadkach, gdy wszystkie banki prywatne jednocześnie wycofują pieniądze z rynku, czyli kiedy „the market is driven into the bank“, rynek jest wpędzony do banku.

Ostatnim czynnikiem, który wpływa na rozwój stosunków na rynku pieniężnym, jest Skarb Państwa, który plasuje na nim swoje krótkoterminowe weksle skarbowe, t. zw. „treasury bills“. Weksle te, o płatności zwykle 3 albo 6-cio miesięcznej, sprzedawane są co tydzień za pośrednictwem Banku Anglii w drodze publicznej licytacji, co daje rządowi stale możność korzystania z najtańszego źródła kredytu w danej chwili. „Treasury bills“, które dostały się już do obiegu, stanowią w dalszym ciągu swego życia przedmiot obrotów dla billbrokerów i znajdują chętnych nabywców wśród banków, które uzupełniają za ich pomocą swoje portfele weksli prywatnych.

Stosunek Banku Anglii do Skarbu Państwa nie wchodzi w swoich szczegółach w zakres niniejszych rozważań. Jedną stroną tego stosunku należy tu jednak uwydatnić. Wobec podkreślonego już poprzednio nierównomiernego rozdziału dochodów i wydatków państwowych w poszczególnych miesiącach, ilość gotówki w posiadaniu Skarbu Państwa ulega w ciągu roku bardzo silnym wahanom. Wszystkie jednakże wpływy Państwa są skoncentrowane w Banku Anglii, tak że nieznaną jest instytucja Centralnej Kasy Państwowej, któraby utrzymywała fundusze w innej formie, aniżeli na rachunku Skarbu Państwa w Banku Centralnym. Zasoby kasowe Państwa stanowią w ten sposób jeden z depo-

zytów Banku Centralnego, który lokuje te pieniądze zupełnie tak samo jak inne swe depozyty. Powiększenie czy zmniejszenie się stanu Kasy Państwowej wpływa skutkiem tego w minimalnym stopniu na ilość pieniądza, znajdującego się w obiegu. Wprawdzie w czasie, kiedy następują znaczne wypłaty z rachunków prywatnych w bankach na rzecz Skarbu Państwa, ulegają zmniejszeniu depozyty banków prywatnych w Banku Centralnym, ale ilość pieniądza w obiegu nie ulega zmianie. Jeżeli zaś nastąpiły znaczne wypłaty na rachunek Skarbu Państwa ze strony klas, nieuczynających do wypłaty tego rodzaju obrotu bezgotówkowego, i skutkiem tego ilość gotówki w rękach Banku Centralnego znacznie wzrosła, Bank Centralny musi powiększyć swoje lokaty, aby zpowrotem umieścić te zwiększone zapasy gotówki na rynku.

Wydział Bankowy spełnia dwie czynności, które teoretycznie dadzą się ściśle rozgraniczyć, ale których rozróżnienie nie całkiem jasno jest przeprowadzone w jego bilansie. Pierwsze miejsce zajmuje oczywiście działalność Banku jako Banku banków, czyli Banku Centralnego. Pozatem jednakże Bank Anglii prowadzi szereg interesów wprost z publicznością w charakterze zwykłego banku depozytowego. Rozróżnienie to odnosi się zarówno do jego aktywów, jak i pasywów. Po stronie pasywów działalność handlowa polega na przyjmowaniu depozytów klientów handlowych i przemysłowych Banku, podczas gdy utrzymywanie rachunków bieżących banków clearingowych podpada pod pojęcie bankowości centralnej. Bank Anglii nie płaci odsetek od sald kredytowych na rachunkach bieżących, wobec czego jest naturalnem, że rachunki klientów prywatnej nie mają zbyt wielkiego znaczenia. Wysokość depozytów banków clearingowych, to znaczy tej pozycji, którą w swoich bilansach banki clearingowe uważają jako gotówkę i rezerwę kasową dla swoich własnych depozytów, była, jak już wspomniano, od roku 1877 najściślej przestrzegana tajemnicą Banku. Dopiero od 21 listopada 1928 Bank rozpoczął na nowo uwiadczać ją w swoim wykazie tygodniowym na podstawie przepisów Currency and Banknotes Act z 1928 roku. Odrazu pierwszy wykaz w tej nowej formie potwierdził przy-

puszczenie, które wszyscy znawcy rynku czynili co do wzajemnego stosunku tych dwu pozycji. W wykazie tym depozyty bankowe dwukrotnie przewyższały inne rachunki bieżące, a od tego czasu zdarzały się nawet tygodnie, w których przewaga ta była jeszcze silniej zaznaczona. Po stronie aktywów rozróżnienie działalności prywatnej Banku i działalności centralnej nie da się po dziś dzień tak dokładnie określić. Działalność prywatna Banku obejmuje tutaj dyskonto weksli własnych jego klientów i udzielanie im zwykłych zabezpieczonych zastawem lub niezabezpieczonych pożyczek. Natomiast dwie dalsze czynności Banku, t. j. utrzymywanie zapasu banknotów i złota, stanowiącego ostateczną rezerwę płynności gospodarstwa narodowego, i redyskonto weksli oraz udzielanie pożyczek rynkowi pieniężnemu w chwilach, gdy banki prywatne wycofują swe lokaty pieniędza dziennego, należą do działalności Banku w charakterze instytucji centralnej. Utartem jest przekonanie, że prywatna klientela Banku absorbuje jedynie drobną część jego środków i że wobec tego inne lokaty muszą mieć o wiele większe znaczenie. W chwilach, kiedy było wiadomo, że „rynek jest w Banku“, wzrost „other securities“ ponad poziom poprzednich tygodni określał w pewnym przybliżeniu rozmiar kredytów, udzielanych przez banki billbrokerom. Wiadomo z nieocenionego interviewu Banku Anglii z amerykańską National Monetary Commission, że Bank nigdy nie kupował na rynku z własnej inicjatywy weksli, czy akceptów, tak że oprócz papierów państwowych jedynie pierwszorzędne akcje i obligacje mogły stanowić dla niego sposób lokaty funduszków nieużytych przez jego własnych klientów. Zawsze było wiadomem, że pozycja „government securities“ w Wydziale Bankowym składa się przeważnie z długoterminowych papierów państwowych, ponieważ nawet w tygodniach, w których według wykazów Kanclerza Skarbu wszystkie „Ways and Means advances“, t. j. krótkoterminowe pożyczki Państwa od Banku były spłacone, pozycja „government securities“ pozostawała mimo to na wysokim poziomie. Coś podobnego musiało mieć miejsce w odniesieniu do pozycji „other securities“ tak, że lokaty długoterminowe musiały zajmować w działalności Banku o wiele

pokaźniejsze miejsce aniżeli w działalności Banków Depozytowych. Wykaz, ogłaszany przez Bank po wejściu w życie, „Currency-Notes Act“ z r. 1928, przeprowadził rozgraniczenie według powyższego kryterjum lokat długo i krótkoterminowych, rozbijając pozycję „Other Securities“ na pozycje „dyskonto i pożyczki“ (Loans and Discounts) i na pozycję: „inne walory“ (other securities), w której wobec tego pozostały jedynie walory długoterminowe. W pierwszym wykazie, ogłoszonym w tej formie, „inne walory“ są też blisko dwukrotnie wyższe od sumy dyskonta i pożyczek. Można żałować, że Bank nie przeprowadził innego rozróżnienia, to znaczy nie oddzielił pożyczek, udzielanych swym zwykłym klientom handlowym i przemysłowym od pożyczek udzielanych rynkowi pieniężnemu, co dla oceny polityki dyskontowej Banku i jako symptom położenia na rynku miałyby znacznie większe znaczenie.

Bank Anglii prowadził politykę, którąby można nazwać czysto kwantytatywną. Aktywa Banku, z wyjątkiem jedynie pożyczek sezonowych dla rynku pieniężnego, były przede wszystkim źródłami dochodowemi, a ich odwrotna strona, t. j. ich znaczenie jako kredytów postawionych do dyspozycji gospodarstwa społecznego, stało wyraźnie na drugim planie. Aktywa te dostarczały środków na pokrycie kosztów prowadzenia Banku i prawie niezmiennej dywidendy od kapitału zakładowego; musiały one dalej być utrzymywane na pewnej nie całkiem zresztą stałej wysokości w stosunku do zasobów Banku, ale Bank nigdy nie okazywał zainteresowania dla potrzeb bezpośrednich beneficjentów jego kredytów. Bank ani nie popierał specjalnych gałęzi przemysłu czy handlu, ani też nie okazywał tendencji do naśladowania polityki, prowadzonej przez Banki Centralne w Niemczech i we Francji, t. j. do udzielania kredytu w formach, nie cieszących się popularnością wśród banków prywatnych, jak dyskontowanie drobnych weksli i weksli rolniczych, polityka stanu średniego i t. p.

Bank Anglii spełniał swoje zadanie „gwaranta płynności“¹ gospodarstwa kraju przez wielkość utrzymywanego

¹ Plenge: Von der Disconto-Politik zur Beherrschung des Geldmarktes. Stronica 315.

zapasu gotówki i przez staranne pielęgnowanie bezwzględnie pierwszorzędnego standing'u kredytowego, raczej aniżeli przez utrzymywanie wysokiego stosunku płynności wśród swych aktywów.

Wiele względów przemawia za taką polityką Banku Centralnego, pomimo, że różni się ona zasadniczo od polityki Banków Centralnych na kontynencie. Bank Centralny nie jest narażony na run w tym samym stopniu co bank depozytowy. Po pierwsze znaczna część jego depozytów nie bywa wycofywana nawet w razie daleko posuniętej paniki, w czasie znanych kryzysów finansowych XIX wieku dało się nawet zauważyć odwrotne zjawisko, mianowicie zbliżaniu się zaniepokojenia finansowego w gospodarstwie angielskiem odpowiadało znaczne zwiększanie się depozytów banków clearingowych w Banku Anglii, skutkiem dążności tych pierwszych do powiększenia swego pogotowia kasowego. Jedno z niestety zbyt rzadkich wypowiedzeń osób wtajemniczonych w politykę Banku Anglii¹ wskazuje dość wyraźnie, że Bank traktuje przynajmniej część depozytów clearingowych jako depozyty, których wycofanie jest nie-realną ewentualnością. Wycofanie przez Państwo swego depozytu z Banku Centralnego jest również wysoce nieprawdopodobne, a nawet znaczniejsze jego zmniejszenie da się z dużą pewnością przewidzieć. Wchodzi tutaj w grę jednakże drugi wzgląd, więcej zasadniczy. Banki prywatne w razie masowych żądań zwrotu depozytów mogą uzyskać środki na ich zaspokojenie przez nieodnawianie przypadających do zapłaty krótkoterminowych kredytów i, dopóki rynek pieniężny nie znajdzie się w stanie anormalnego napięcia, przez sprzedaż części swych aktywów innym bankom. W razie jednak ogólnej pogoni za pieniądzem banki prywatne mogą zrealizować swoje aktywa jedynie, jeżeli Bank Centralny jest gotów dostarczyć płynnych środków bądź to bezpośrednio, bądźto za pośrednictwem innych banków prywatnych. Koncepcja jednakże ogólnej płynności systemu bankowego została silnie skrytykowana już przez Ricarda. Łatwość, z jaką jeden bank może spłacić swoje zobowią-

¹ Listy Lorda Aldenham — Mr. H. H. Gibs w dodatku do B. Price, Chapters on practical political Economy.

zania, nie pozwala jeszcze na wyciąganie wniosków o możliwości spłaty zobowiązań systemu bankowego jako całości w razie ogólnej paniki, a z punktu widzenia Banku Centralnego zachodzi obawa, że jego płynne aktywa okażą się niemożliwymi do zrealizowania właśnie w chwili, kiedy potrzeba pieniędzy będzie największa. Panika z początków lipca 1914 r. wykazała zupełnie jasno, że w takim wypadku aktywa banków prywatnych natychmiast zamarzają i że wszystkie banki muszą się zwrócić o pomoc do Banku Anglii.

W tem oświetleniu staje się zrozumiałem kardynalne znaczenie przypisywane wielkości rezerwy Wydziału Bankowego. Bank Anglii może bowiem skutecznie wypłaty tylko do wysokości zapasu banknotów pozostałych w kasach Wydziału Bankowego, a po wyczerpaniu rezerwy i o ile Bankowi nie zostaną złożone dodatkowe ilości złota, dalsza emisja nie jest możliwa bez przekroczenia granic ustawowych. W chwilach ciężkich kryzysów finansowych w wieku XIX, Bank radził sobie w ten sposób, że zwracał się do parlamentu o wydanie ustawy, zawieszającej tymczasowo granicę emisji niepokrytej, ustaloną w akcie Peel'a i pozwalającej na emisję banknotów do granic uznanych za stosowne przez Bank. W trzech wypadkach, w których takie upoważnienie było wydane, samo zapewnienie, że pieniądz będzie dostarczony, wystarczało, aby uspokoić wzburzony stan umysłów, i w jednym tylko wypadku, w r. 1857, emisja utrzymała się rzeczywiście przez przeciąg paru tygodni powyżej granic, określonych w akcie Peel'a. Na podstawie tych doświadczeń utarło się przekonanie, że w razie kryzysu Bank przedsięwzięmie kroki celem dostarczenia pieniądza w jakiejś formie, zanim nastąpi zupełne wyczerpanie się rezerwy, ale oczywiście możliwość takiego nieregularnego rozwiązania sprawy nie mogło dawać bezwzględnej pewności, że osiągnie zamierzony cel. W r. 1914 środki zaradcze zostały rzeczywiście przedsięwzięte nawet przed wyczerpaniem się rezerwy Banku Anglii i zupełnie nowa forma emisji pieniądza skarbowego została dobrze przyjęta przez publiczność, ale dalszy rozwój wypadków zdaje się wskazywać, że o ile kryzys pieniężny zbiegnie się z wielkimi potrzebami finansowymi Państwa, to wywoła w końcu inflację pie-

niężą. O ile ta ultimo ratio regis nie ma nastąpić, przyszłość gospodarcza danego kraju zależy ostatecznie od dwu warunków: od posiadanego zapasu złota i od jego zdolności do ściągnięcia złota z zagranicy.

W systemie bankowym angielskim ilość pieniądza, stojąca w każdej chwili do dyspozycji na spłatę depozytów, składała się z rezerwy Wydziału Bankowego i z pieniądza, znajdującego się fizycznie w kasach banków prywatnych¹. Trudno powiedzieć, czy da się znaleźć naukowe kryterjum wielkości rezerwy złota, która jest w danym kraju potrzebna dla utrzymania gładkiego i niezamąconego obrotu kredytowego. Szybkie zaspokojenie pierwszych klientów, domagających się wypłaty depozytów, zwykle wystarcza dla uspokojenia obaw dalszych depozytariuszów, chociaż pogotowie kasowe banków pogarsza się w miarę postępu spłat. O ileby jednakże run powstał zupełnie jednocześnie wobec wszystkich banków, zaszłaby obawa, że jakkolwiek wielkim byłby zapas złota danego kraju, zawsze okazałby się niewystarczającym. Na szczęście ogólna panika zwykle rozpoczyna się od jednego słabego punktu w organizmie finansowym— w Londynie wszystkie znane kryzysy wieku XIX-go zaczęły się od bankructwa któregoś z domów wekslowych — i o ileby rezerwy okazały się dostatecznie wielkimi, aby nie dopuścić do przerodzenia się lokalnej niewypłacalności w ogólną panikę, cel ich utrzymywania byłby osiągnięty. Z tego punktu widzenia jednakże ocena optymalnej wielkości zapasów monetarnych danego kraju musiałaby się opierać nie na ogólnej sumie płynnych zobowiązań jego gospodarstwa, ale na możliwej rozciągłości strat, spowodowanych załamaniem się poszczególnych jego ogniw. Można wątpić, czy jakiegokolwiek oceny, oparte o tak niepewne czynniki, mogłyby mieć praktyczne znaczenie. Potrzeba rezerw zależy w znacznej mierze od panującego pod tym względem przekonania społeczeństwa. W Anglii banki depozy-

¹ Zapas złota Wydziału Emisyjnego Banku wchodzi w grę jedynie w razie paniki walutowej, kiedy publiczność żąda wymiany banknotów na złoto, ale pozostaje nienaruszony podczas paniki bankowej, kiedy publiczność żąda wypłaty depozytów bankowych w jakimkolwiek prawnym środku płatniczym.

towe uważają za konieczne utrzymywanie bardzo wysokiego pogotowia kasowego. Ze sprawozdania pięciu wielkich banków londyńskich widać, że zapasy gotówki w kasach banków i na nieoprocentowanym rachunku clearingowym w Banku Anglii są stale utrzymywane ponad 10% depozytów, podczas gdy banki kontynentalne nie wywołują paniki wśród swoich depozytariuszów, nawet o ile ich pogotowie kasowe spada do znacznie niższych cyfr.

Przed wojną bardzo wielkie znaczenie przypisywano możliwości ściągnięcia złota z zagranicy odpowiednią polityką dyskontową Banku Anglii. Rzeczywiście aż do wybuchu wielkiej wojny ten sposób zażegnania kryzysów finansowych działał w sposób zupełnie niezawodny. Pierwsze tygodnie wojny wykazały, że przyływ złota do Londynu może być dowolnie wywołany przez Bank, ale spowodowane tem zupełne załamanie się mechanizmu wypłat międzynarodowych wskazuje na znaczne niebezpieczeństwo, połączone z przypisywaniem zbyt wielkiego znaczenia tej możliwości.

Bank Anglii oficjalnie nigdy nie przyznał, że jego polityka dyskontowa jest prowadzona z punktu widzenia interesów gospodarstwa finansowego angielskiego jako całości. Według oficjalnych oświadczeń kierowników Banku, powtarzających się w mało zmienionej formie od lat 40-ych zeszłego wieku, Bank opierał się w swojej polityce na takich samych przesłankach, na jakich opiera się w swym zakresie każdy bank prywatny, to znaczy starał się jedynie o zachowanie właściwego stosunku pomiędzy swymi płynnymi środkami a zobowiązaniami. Pomimo to Bank w rzeczywistości kierował ogólną linią polityki kredytowej wszystkich banków w kraju, jeśli nie stale, to przynajmniej używał swego hamującego wpływu w chwilach, kiedy ekspansja kredytowa tych ostatnich wywoływała niebezpieczeństwo zbytniego napięcia finansowego.

Bank Anglii jest bankiem rezerwowym w tem znaczeniu, że utrzymuje rezerwy gotówkowe banków handlowych, ale, co jeszcze ważniejsze, działa również jako bank rezerwowy przez swoją politykę dyskontową. Stopa dyskontowa Banku jest utrzymywana stale na takim poziomie w sto-

sunku do ceny kapitału w kraju, aby całkowite normalne zapotrzebowanie kredytowe przemysłu i handlu było pokryte przez banki prywatne. Bank Anglii normalnie nie występuje wcale na rynku, a jego zdolność kredytowa wchodzi w grę jedynie podczas krótkotrwałych, chociaż nieraz bardzo silnych, napięć sezonowych w zapotrzebowaniu gotówki i kredytu. Odpowiednikiem tego zrzeczenia się udziału w finansowaniu bieżących potrzeb życia gospodarczego jest gromadzenie się w kasach Banku dużych zasobów gotówki, których istnienie daje podstawy do bardzo znacznych możliwości ekspansji kredytów rezerwowych, udzielanych przez Bank Centralny. Dopiero o ile napięcie kredytowe jest niezwykle silne nawet po uwzględnieniu czynników sezonowych, albo o ile zagraża, że pozostanie wysokie nawet po ustąpieniu tych ostatnich, istnienie nadmiernego napięcia kredytowego staje się widocznym i Bank musi przedsięwziąć kroki, wiodące do ograniczenia działalności kredytowej banków prywatnych.

Bank, zmieniając wartość pieniądza mierzoną stopą procentową, stabilizował jego wartość mierzoną kursami dewiz i ogólnym poziomem cen. Stopa bankowa operowała, należy to pamiętać, w ramach waluty złotej, uzupełniając skutki nieograniczonego przyływu i odpływu złota. Możliwość otrzymania na każde żądanie złota, dopuszczonego do eksportu w nieograniczonych ilościach, stabilizowała zewnętrzną wartość funta w granicach punktów złotych. Wpływ ten rozciągał się nadto i na wewnętrzną siłę nabywczą funta, która wprawdzie nie była bezwzględnie stałą, ale w dużym przybliżeniu utrzymywała się na równi z jego zewnętrzną siłą nabywczą, czyli w innych słowach poziom cen angielskich nie mógł na dłuższy przeciąg czasu wykazywać znacznych odchyień od poziomu cen w innych krajach, posiadających również pełną walutę złotą. Ponieważ zaś międzynarodowy poziom cen zależał z punktu widzenia monetarnego od produkcji złota, która w ciągu stu lat, poprzedzających wielką wojnę, wzrastała naogół w stosunku dość dobrze dostosowanym do przyrostu ogólnego bogactwa świata, ceny, pomimo znacznych wahań w krótkich okresach, wykazywały znaczną stałość, o ile się rozpatruje ten okres jako całość. W tym

zakresie więc również wewnętrzna wartość funta była ustabilizowana przez walutę złotą.

Polityka dyskontowa Banku Anglii uzupełniała powyższe dwie funkcje swobodnego ruchu złota. Zmniejszała ona fluktuacje funta pomiędzy górnym a dolnym punktem złotym i przez powiększenie lub zmniejszenie kosztów produkcji ograniczała, względnie podniecała ogólne obroty gospodarstwa społecznego szybciej, aniżeli by to nastąpiło jedynie skutkiem zmniejszenia się siły nabywczej kraju, spowodowanej odpływem złota, lub skutkiem powiększenia się tejże siły nabywczej wobec jego napływu z zagranicy. Należy jednakże zaznaczyć, że stopa dyskontowa działała na wielkim rynku międzynarodowym, jakim jest Londyn, do pewnego stopnia w kierunku wprost odwrotnym. Stopa bankowa wysoka w stosunku do stopy, panującej w innych centrach finansowych, ściągała z nich płynne kapitały, wobec czego wzrastała ilość pieniądza w obiegu, dając podstawę do ogólnej zwyżki cen w kraju, co pozwalało na przerzucenie zwiększonych kosztów produkcji i opóźniało zmniejszenie jej rozmiarów. W praktyce indywidualne szczegóły sytuacji rynkowej decydowały o tem, który z tych dwu skutków będzie się dawał silniej odczuwać, i stanowiła o tem, czy podwyższenie stopy dyskontowej wywoła zniżkę cen skutkiem nacisku, jaki wywiera na dłużników, czy też podniesie je skutkiem zachęty, którą daje wierzycielom.

Znaczenie stopy dyskontowej Banku Anglii jest typowo angielskim zjawiskiem, ukrywajacem swoją prawdziwą siłę poza zasłoną zwyczajów i niepisanych konwencyj, działajacem niezwykle gładko, ale niedajacem się ująć w ścisłą definicję, okazujacem nowe oblicze, ilekroć stare określenia mają być zastosowane.

Stopa bankowa wywiera wpływ najbardziej bezpośredni poza właściwym rynkiem pieniężnym.

Stopa procentowa płacona od depozytów przez wielkie banki depozytowe jest określona przez nie wspólnie, w zależności od stopy Banku Anglii, zwykle na 2 albo $1\frac{1}{2}\%$ poniżej tej ostatniej, chociaż coprawda w pewnych granicach od niej niezależnych. Mianowicie skutkiem istnienia dużej ilości długoterminowych walorów państwowych, które

stanowią lokatę, konkurującą z rachunkami procentowymi banków, stopa depozytowa nigdy, nawet w czasach długo-trwałych zastojów gospodarczych, nie opada poniżej $1\frac{1}{2}\%$. Z drugiej strony, ponieważ zbyt wysokie oprocentowanie zawsze nasuwa podejrzenia co do pewności lokaty i ponieważ stopa bankowa nigdy nie trwała długo powyżej 7% , stopa depozytowa nigdy nie wzrasta ponad 5% .

Odsetki liczone dłużnikom kontokurentowym są ustalone oczywiście indywidualnie dla każdego klienta, ale z zastrzeżeniem podwójnego minimum¹. Po pierwsze, i tu widzimy znowu wpływ stopy bankowej, odsetki te nie są nigdy niższe aniżeli 1% ponad każdorazową stopę bankową, a ponieważ przeważna część finansowania handlu i przemysłu angielskiego przez banki oparta jest na kredytach kontokurentowych, związek ten stanowi krytyczny punkt wpływu stopy bankowej na koszt produkcji. Po drugie odsetki te nie spadają nigdy poniżej 5% , tak że zmiany stopy bankowej w niskiej dziedzinie, np. z 3% na 4% , nie posiadają dla sfer niebankowych tego znaczenia, jak np. zmiana stopy z 4% na 5% . Podobna konwencja określała wysokość odsetek pobieranych przez banki za pożyczki, udzielane gieldzie pod zastaw papierów wartościowych.

Stopa bankowa miała dziwnie mały wpływ na działalność samego Banku Anglii. Począwszy od r. 1877, Bank dyskontował weksle swoich własnych klientów nie na podstawie stopy bankowej, ale na podstawie stale niższej stopy rynkowej². Zarówno dla dyskonta jak i dla pożyczek dla rynku pieniężnego stopa bankowa także nie obowiązuje bezwzględnie, stanowi jedynie minimum odsetek, które Bank za nie liczy. Bank zachowuje prawo liczenia wyższych odsetek i czasami nawet czyni z tego użytek, przez co ma możliwość przeprowadzenia nieoficjalnej wyższej stopy.

Jak poprzednio podniesiono, banki depozytowe dostarczały kredytu rynkowi pieniężnemu przez dyskonto weksli i w formie pieniądza dziennego, wypożyczanego za wypowiedzeniem natychmiastowem, lub na krótkie okresy czasu.

¹ Sykes Economic Journal z grudnia 1926 r.

² Clare, Money Market Primer, str. 8.

Bank Anglii również redyskontuje weksle, ale wypożycza pieniądź dzienny na nieco innych warunkach. Mianowicie pożyczki w Banku udzielane są na okres poniżej miesiąca, ale nigdy na krócej aniżeli na tydzień. Jak już poprzednio zaznaczono, cena, liczona przez Bank Centralny za obydwie rodzaje kredytu, była wyższą aniżeli cena normalnie pobierana przez banki depozytowe. O ile stopa rynkowa dla akceptów bankowych podnosiła się i zbliżała do stopy oficjalnej, napór rynku na Bank Anglii wzrastał się i Bank Centralny musiał bronić swej pozycji, podnosząc stopę dyskontową. Rozpiętość pomiędzy stopą rynkową a stopą oficjalną podlegała dość regularnym wahaniom sezonowym, mianowicie stopa rynkowa podchodziła najbliżej do stopy oficjalnej w ciągu pierwszych trzech miesięcy roku (w związku z przypadającymi na ten okres głównymi wpłatami podatkowymi na rzecz Skarbu Państwa) i wczesną jesienią wskutek odpływu złota za ocean na finansowanie żniw w Stanach Zjednoczonych.

Stopa rynkowa dla pierwszorzędných akceptów handlowych była oczywiście stale wyższą od stopy rynkowej dla akceptów bankowych. Odległość między temi dwiema stopami ulegała również pewnym drobniejszym wahaniom, przyczem stopa rynkowa dla akceptów handlowych mogła być równie dobrze poniżej, jak i powyżej stopy Banku Anglii, gdyż oficjalna stopa dyskontowa odnosiła się jedynie do akceptów bankowych, podczas gdy akcepty handlowe były dyskontowane, o ile wiadomo, na specjalnych warunkach. Można przypuszczać, że Bank Centralny dyskontował je po stopie o tyle wyższej od stopy oficjalnej, o ile rynkowa stopa dyskontowa dla akceptów handlowych była wyższą od stopy rynkowej dla akceptów bankowych; Bank Anglii jednak nigdy oficjalnie nie określił swojej polityki pod tym względem.

Z punktu widzenia billbrokera redyskonto w Banku Centralnym weksli nabywanych przez niego na rynku stanowiło stratę we wszystkich tych wypadkach, kiedy stopa rynkowa była niższą od stopy oficjalnej i kiedy wobec tego mógł on swój portfel korzystnie ułożyć w bankach prywatnych. Możliwość zarobku na redyskoncie w Banku Central-

nym istniała tylko w razie nieoczekiwanego obniżenia stopy dyskontowej, kiedy w ciągu pierwszych tygodni po obniżce stopa bankowa spadała poniżej poziomu stopy rynkowej za poprzednio obowiązującej stopy oficjalnej. Najtańszym sposobem finansowania weksli posiadanych w portfelu było dla billbrokera pożyczanie pieniądza dziennego od banków prywatnych, ponieważ w ten sposób zarabiał na różnicy pomiędzy rynkową stopą dyskontową a stopą dla pieniądza dziennego. Wobec tego, że rynkowa stopa dyskontowa była normalnie niższą od oficjalnej stopy dyskontowej, a Bank Anglii pożyczal pieniądź dzienny powyżej stopy dyskontowej, pieniądź dzienny w Banku Centralnym był droższym od pieniądza dziennego w bankach prywatnych w wyższym jeszcze stopniu, aniżeli stopa oficjalna była droższą od stopy rynkowej. Mimo to mogło się zdarzyć w chwilach silnego napięcia finansowego, że billbrokerzy jednocześnie pożyczali pieniądź tygodniowy w Banku Centralnym ponad oficjalną stopę dyskontową, a dyskontowali weksle poniżej tej stopy. Jeżeli bowiem ogólnie przewidywano, że napięcie finansowe będzie krótkotrwałe, liczone się z tem, że drogi pieniądź będzie potrzebny tylko na bardzo krótki przeciąg czasu i wpływ jego na kalkulację dyskontową będzie zrównoważony przez bardzo niską stopę, którą banki depozytowe będą liczyły za pieniądź dzienny, którym w dalszym ciągu portfel wekslowy będzie finansowany.

W literaturze przedwojennej zwłaszcza przypisywano ogromne znaczenie kwestji, czy i w jakim stopniu w danej sytuacji rynkowej oficjalna stopa bankowa obowiązuje, to znaczy, o ile stopa na rynku opada poniżej stopy oficjalnej. Odstęp ten ma wszakże określone pewne granice i to mniejsze, aniżeli mogłoby się wydawać na podstawie wielkiego znaczenia przypisywanego tej kwestji. Szereg współzależności czyni wysoce nieprawdopodobnem, aby stopa rynkowa mogła opaść na więcej jak 1 do $1\frac{1}{2}\%$ poniżej stopy bankowej. Stopa rynkowa nie może być niższą poza poprzednio wspomnianymi wyjątkowymi okolicznościami od stopy rynkowej dla pieniądza dziennego, a chociaż banki angielskie oprocentowują według stopy depozytowej jedynie około połowy środków, któremi rozporządzają, czerpiąc je pozatem z rachun-

ków bieżących, od których nie płać odsetek kredytowych— jednak starają się bardzo usilnie o utrzymanie stopy dla pieniądza dziennego przynajmniej o $\frac{1}{2}\%$ powyżej stopy depozytowej, tę ostatnią zaś ustalają, jak poprzednio zaznaczono, nie niżej aniżeli 2% poniżej stopy bankowej,

Zmiany stopy dyskontowej były prawie jedynym sposobem, którego Bank używał przed wojną dla wpływania na poziom stopy rynkowej i na międzynarodowy przyływ i odpływ kapitału. W szczególności Bank nie zmieniał definicji weksli, które przyjmował do dyskonta, celem zwiększenia lub zmniejszenia ilości weksli, któreby się nadawały do redyskonta w Instytucji Centralnej. „Weksle o płatności nie ponad 120 dni, dwa angielskie nazwiska dobrego standingu handlowego, z których jedno jest akceptantem“, są przysłowiowym określeniem w City. Weksle finansowe w ścisłym znaczeniu tego słowa nie są przyjmowane do redyskonta¹. O ile wiadomo, banki i bankierzy nie posiadają w swoich portfelach znaczniejszych ilości weksli, któreby się nie nadawały do redyskonta w Banku Centralnym tak, że definicja Banku zdaje się dość ściśle odpowiadać rodzajowi weksli, używanych powszechnie do wypłat handlowych. Jedynym rodzajem arbitralnego ograniczenia przyjmowania weksli do dyskonta, stosowanym przez Bank było to, że gdy zachodziła obawa nadprodukcji w pewnej specyficznej dziedzinie, bank odmawiał dyskontowania weksli, pochodzących z tego rodzaju transakcji².

W swej polityce dyskontowej Bank używał jeszcze paru środków, mających jednakże podówczas znaczenie tylko pomocnicze i które służyły głównie do zmuszenia rynku do podnoszenia stopy rynkowej do wysokości stopy oficjalnej. Bank niekiedy pożyczał krótkoterminowo pieniądze od rynku i chociaż techniczne szczegóły przeprowadzania tych transakcyj nie są znane, fakt, że bank się do nich uciekał, nie jest żadną tajemnicą³.

Pozatem Bank, który posiadał wielki zapas długoter-

¹ Interwiew z National Monetary Commission, str. 21.

² Sir. E. M. Harvey w Times Trade and Engineering Supplement, Banking Section, na rok 1925.

³ National Monetary Commission, str. 29.

minowych papierów państwowych, używał ich dla ograniczenia nadmiaru płynnych środków pieniężnych, znajdujących się na rynku, w ten sposób, że sprzedawał je na giełdzie kasowo, jednocześnie odkupując je terminowo z zapłatą po 2 względnie czterech tygodniach. Ten ostatni sposób sztucznego zacieśniania rynku ma o tyle wielkie znaczenie teoretyczne, że stanowi zaczątek „open market policy“, stosowanej w nieco odmiennej formie, lecz na bardzo rozległą skalę najpierw przez Federal Reserve Bank, a wreszcie, począwszy od r. 1925, również i przez Bank Anglii, tym razem jednakże już dla przeciwdziałania ruchom złota o znacznie większej amplitudzie.

Takie sposoby wpływania na ruch złota, jak udzielanie nieoprocentowanych zaliczek dla importerów na podkład złota, znajdującego się w drodze i t. p., można uważać jedynie za środki zapobiegające konieczności podnoszenia stopy dyskontowej na bardzo krótką metę.

Bank Anglii nie posiadał oficjalnej drogi dla zawiadomiania innych banków o swoich zamiarach, jednakże dzięki mechanizmowi pożyczek dla billbrokerów życzenia Banku stawały się powszechnie wiadome i musiały być ściśle przestrzegane przez wszystkie te banki, które występowały jako źródła kredytu dla rynku pieniężnego. Bank Anglii miał bowiem zupełną możność powstrzymania innych banków od wypożyczania pieniędzy pod zastaw weksli, których powstawaniu chciał zapobiedz, ponieważ bezpieczeństwo tych pożyczek zależało w zupełności od okoliczności, czy w razie wpędzenia rynku do Banku ten ostatni zechce przyjąć bez zastrzeżeń portfel wekslowy, dostarczony jako zabezpieczenie przez billbrokera ¹.

W indywidualnych przypadkach Bank Anglii podnosił stopę dyskontową, o ile zachodziła jedna albo kilka z niżej wymienionych okoliczności:

1-o Jeżeli kurs waluty zbliżał się do eksportowego punktu złota, co oznaczało niebezpieczeństwo odpływu złota zagranicę.

¹ Sir E. M. Harvey w Times Trade & Engineering Supplement, Banking Section, na rok 1925.

2-o Jeżeli odpływ złota rzeczywiście się zaczynał, co mogło nastąpić niezależnie od operacyj walutowych również skutkiem ruchu płynnych funduszków na rynkach międzynarodowych ku rynkom pieniężnym o wyższym poziomie procentowym.

3-o Jeżeli wkłady banków clearingowych w Banku Anglii niepomierne wzrastały, gdyż te pierwsze uważały je za gotówkę, i rezerwę wobec swych natychmiast płatnych zobowiązań, zwiększonych skutkiem ich wzmożonej działalności kredytowej.

4-o Jeżeli zwiększało się wewnętrzne zapotrzebowanie na gotówkę, bez względu na to, czy chodziło tu o zapotrzebowanie na banknoty, czy na złoto, oraz czy zwiększenie to wynikało z potrzeb obrotu handlowego, czy też było wynikiem wzrostu chęci do tezauryzacji.

Oczywiście odwrotne okoliczności uzasadniały obniżenie stopy dyskontowej. Zmiany w poziomie cen, którym obecnie przypisuje się tak duże znaczenie dla polityki Banków Centralnych były same przez się zbyt małe, zbyt powolne i zbyt mało podówczas jeszcze zbadane, aby w silniejszym stopniu mogły wpływać na cotygodniową decyzję Rady Banku.

Powyższe czynniki — z wyjątkiem jedynie ruchów funta pomiędzy punktami złotemi — wpływały na stosunek rezerwy, który działał w ten sposób jako prosty i wygodny indeks tych ruchów. Jeżeli wszystkie czynniki działały w tym samym kierunku, wpływały one wspólnie na wielkość i proporcję rezerwy, o ile działały w różnych kierunkach, zmiany w rezerwie określały dość dokładnie względną ważności niezgodnych ruchów. Stosunek rezerwy był ważniejszym, aniżeli sama bezwzględna jej wysokość, ponieważ wskazywał nie tylko wielkość zasobów Banku, które musiały wystarczyć na zaspokojenie zawsze możliwego naporu, ale również, jak przypuszczano, wskazywał on wielkość, o ile nie stopień prawdopodobieństwa ataku. Jedną okoliczność należy jeszcze z naciskiem podkreślić: świadomość społeczności finansowej, że Bank kieruje się przede wszystkim tym wskaźnikiem, który był co tydzień publikowany i oficjalnie ogłaszany, umożliwiała orjentowanie

się zgóry z dużą dozą prawdopodobieństwa co do posunięć Banku na najbliższą przyszłość. Skutkiem tego dostosowanie się rynku do zamierzeń Banku odbywało się w sposób łatwiejszy i dokładniejszy, aniżeli by to było możliwem w razie, gdyby Bank zachowywał zupełną tajemnicę co do motywów, któremi się kieruje w ustalaniu swej polityki. Ciche porozumienie w ten sposób osiągnięte między Bankiem a ekspertami finansowymi w dużym stopniu ułatwiało działalność tego pierwszego.

Tablica I.

EMISJA CURRENCY NOTES I STAN RACHUNKU WYKUPU:

Data	Emisja	Zapas złota	Stosunek pokrycia	Papiery państwowe	Pozostałość na Rku w Banku Anglii
	£	£	%	£	£
4. VIII. 15	46,729,640	28,500,000	61·0	9,585,828	7,437,287
2. VIII. 16	127,674,408	28,500,000	22·4	92,704,722	8,583,605
1. VIII. 17	168,541,536	28,500,000	16·9	141,590,655	5,158,641
31. VII. 18	263,299,933	28,500,000	10·8	240,358,823	5,695,268
30. VII. 19	338,787,087	28,500,000	8·4	323,326,735	3,305,239

Tablica II.

STAN RACHUNKÓW BANKU ANGLJI W OKRESACH ROCZNYCH.
WYDZIAŁ EMISYJNY

Data	Pasywa		Aktywa		
	Emisja banknotów	Dług Państwa	Inne Aktywa	Złoto	Suma Aktywów
	£	£	£	£	£
22. VII. 14	57,014,410	11,015,100	7,434,900	38,564,410	57,014,410
29. VII. 14	55,121,405	11,015,100	7,434,900	36,671,405	55,121,405
5. VIII. 14	44,491,070	11,015,100	7,434,900	26,041,070	44,491,070
4. VIII. 15	79,657,775	11,015,100	7,434,900	61,207,775	79,657,775
2. VIII. 16	71,360,195	11,015,100	7,434,900	52,910,195	71,360,195
1. VIII. 17	68,295,650	11,015,100	7,434,900	49,845,650	68,295,650
31. VII. 18	85,012,730	11,015,100	7,434,900	66,562,730	85,012,730
30. VII. 19	104,681,285	11,015,100	7,434,900	86,231,285	104,681,285

WYDZIAŁ BANKOWY: AKTYWA.

Data	Papiery państwowe	Inne lokaty	Banknoty	Monety zł. i srebr.	Suma aktywów
	£	£	£	£	£
22. VII. 14	11,005,126	33,632,762	27,697,120	1,599,931	73,934,939
29. VII. 14	11,005,126	47,307,530	25,415,055	1,460,139	85,187,850
5. VIII. 14	11,041,152	65,351,656	8,385,650	1,580,999	86,359,457
4. VIII. 15	46,874,146	155,264,727	46,171,745	1,013,980	249,324,598
2. VIII. 16	42,188,361	75,657,166	34,702,570	1,974,239	154,522,336
1. VIII. 17	50,439,661	110,654,852	27,819,240	2,610,353	191,524,106
31. VII. 18	58,601,132	106,787,164	28,142,390	696,760	194,227,446
30. VII. 19	43,143,806	81,745,550	25,294,030	2,183,544	152,366,930

PASywa.

Data	Kapitał & „Rest“	Depozyty państwowe	Depozyty prywatne	Traty 7-dniowe etc.	Suma pasywów
	£	£	£	£	£
22. VII. 14	17,999,453	13,735,393	42,185,297	14,796	73,934,939
29. VII. 14	18,044,756	12,713,217	54,418,908	10,969	85,187,850
5. VIII. 14	18,100,083	11,499,452	56,749,610	10,312	86,359,457
4. VIII. 15	18,003,561	147,058,621	84,221,335	41,081	249,324,598
2. VIII. 16	17,963,042	51,009,979	85,517,391	31,924	154,522,336
1. VIII. 17	17,952,004	44,811,739	128,744,196	16,167	191,524,106
31. VII. 18	17,987,289	37,789,088	138,440,986	10,083	194,227,446
30. VII. 18	17,917,409	17,881,009	116,554,700	13,812	152,336,930

ROZDZIAŁ DRUGI.

Finansowanie wojny.

„The Figures published weekly by the Bank are at all times full of snares for the unwary investigator, and are more so than ever in wartime, owing to the very complicated business that has to be done by the Bank and the consequent cross-currents that are concealed behind the inarticulate reticence of the items of the returns. Any future historian who relies too closely on the Bank's figures for information is thus likely to flounder up to his neck“.

(Economist w rocznych numerach bankowych 1915—1920).

W okresie od sierpnia roku 1914 do grudnia roku 1919 organizacja rynku pieniężnego i cały mechanizm jego funkcjonowania oparty o stopę dyskontową Banku Anglii zostały wyrzucone ze zwykłego trybu przez przemożny wpływ finansów państwowych. Działalność Banku, szereg maksym uchojących za niezmiennie, na których opierała się jego polityka, ważne szczegóły organizacyjne i prawne uległy zmianie. Niektóre zmiany były tylko chwilowe, ale inne jeszcze trwają i nawet nabrały charakteru stałych składników ustroju finansowego angielskiego.

W ostatnich dniach lipca 1914 r. zbliżanie się wojny wywołało w Londynie groźnie zapowiadającą się panikę. Kolejne zamknięcie szeregu giełd kontynentalnych wywarło ten skutek, że wszystkie papiery o znaczeniu międzynarodowym zostały rzucone, celem uzyskania gotówki za wszelką cenę, na rynek londyński. Zniżka kursów, wynikająca z tego,

była już sama przez się poważnem niebezpieczeństwem. Wybuch wojny zeszedł się jednakże całkiem przypadkowo z innymi czynnikami, które utworzyły tembardziej podatny grunt dla rozwoju paniki. Koniec lipca jest zawsze okresem dużego zapotrzebowania gotówki, z powodu początku wyjazdów wakacyjnych, pozatem zaś piątek i sobota są jak i wszędzie dniami, w których podejmowanie wkładów na wypłaty pensji i na wydatki na week-endy przeważają nad dopływem gotówki do banków. Banki, pragnąc wzmocnić płynność swej pozycji, przystąpiły do zwykłego w takich okolicznościach ściągania pieniądza dziennego z rynku przez wypowiedanie pożyczek billbrokerom. Pozatem jednakże okazały one pierwsze gorączkowy pęd do tezauryzacji złota i poczęły zmuszać publiczność do przyjmowania wypłat w banknotach, z których najmniejsze, należy to pamiętać, opiewały na pięć funtów. Ponieważ ta wartość była zawielka na potrzeby obiegu, rozpoczął się masowy napływ publiczności do kas Banku Anglii dla wymiany banknotów na sowereny i pół-sowereny. Zdaniem świadków tych dni względ na więcej dogodną jednostkę, w której złoto było wybijane, odgrywał tu wpływ decydujący, oznaki braku zaufania do banknotów jako do pieniądza papierowego nie pojawiły się, ale już samo powstanie ogonka przed kasami Banku Anglii stawało się źródłem zaniepokojenia. Nie brak natomiast silnych głosów krytyki pod adresem banków depozytowych, które w tej decydującej chwili pierwsze okazały nerwową niechęć do wypuszczania złota z rąk¹. Panika bankowa nie pojawiła się mimo powyższych trudności walutowych i wycofywanie depozytów z banków nie przybrało rozmiarów runu, chociaż, zdaje się, że zamknięcie kas banków w sobotę 1-go sierpnia nie przyszło ani o godzinę zawczasie.

Londyn począł oczywiście pospiesznie ściągać swoje rozporządzone środki z innych rynków. Tutaj jednakże zaszło pewne paradoksalne zjawisko: sama gwałtowność tego ruchu doprowadziła do zupełnego zablokowania mechanizmu wypłat międzynarodowych. Prawie że jednocześnie ściągnięcie wszystkich należności zagranicznych wyczerpało w bardzo krótkim czasie rozporządzalny zapas

¹ Hartley Withers, War & Lombard Street, str. 57.

weksli i dewiz płatnych w Londynie, tak że dalsze przekazywanie funduszy tamże mogło się odbywać tylko przez wysyłkę złota. Ten ostatni sposób zaś, nawet gdyby zapasy metalu były dostatecznie wielkie, wymagałyby znacznie dłuższego czasu.

Pierwsze dni kryzysu nie różniły się z punktu widzenia Banku Anglii od żadnej innej z klasycznych panik monetarnych. Bank starał się powstrzymać napór na swój zapas złota tradycyjną polityką pożyczania pieniądza w nieograniczonych ilościach, ale po bardzo wysokiej cenie i przez również tradycyjne zażądanie od Kanclerza Skarbu pozwolenia na przekraczanie granic emisji, określonych w Akcie Peel'a. Pozwolenie to zostało natychmiast udzielone, tak że publiczność nie mogła żywić obaw co do zaistnienia ciasnoty pieniądza na rynku¹. Trudno jest powiedzieć, o ile podnie-

¹ List Banku Anglii do Kanclerza Szachownicy z dn. 1 sierpnia 1914 r.:

Sir:

We consider it our duty to lay before the Government the facts relating to the extraordinary demands for assistance which have been made upon the Bank of England in consequence of the threatened outbreak of hostilities between two or more of the Great Powers of Europe.

We have advanced to the Bankers, Bill Brokers and Merchants in London during the last five days upwards of twenty seven Millions Sterling, upon the security of Government Stock, Bills of exchange, etc., an unprecedented sum to lend, and which, therefore, we suppose, would be sufficient to meet all their requirements; although the proportion of this sum which may have been sent to the country must materially affect the question.

We commenced this morning with a reserve of £17,420,000 which has been drawn upon so largely that we cannot calculate upon having so much as £11,000,000 this evening, making a fair allowance for what may be remaining at the Branches.

We have not to the present refused any legitimate application for assistance, but having regard to the depletion of the reserve, we fear that unless we obtain authority to issue Notes against Securities in excess of the amount permitted by law it will shortly become necessary to curtail the facilities which under present conditions we regard it as essential to offer to the trade and commerce of the country.

We have the honour to be, Sir,

Your obedient Servants,

(Signed) Walter Cunliffe

(Signed) R. L. Newman

sienie stopy dyskontowej do zupełnie niezwykłej jak na stosunki angielskie wysokości 10 procent było skutecznem, gdyż po zaledwie jednodniowem jej obowiązywaniu, kryzys począł się rozwijać w zupełnie nieprzewidzianych okolicznościach.

Na poniedziałek, 3-go sierpnia przypadało zwykle Bank-Holiday — Rząd skorzystał z tego, że przez dwa dni kasy banków miały być zamknięte i przedłużył dni świąteczne do czwartku, 6-go sierpnia. Krok ten był zupełną inowacją w Anglii, podobnie jak zamknięcie giełdy, które równocześnie nastąpiło. Moratorium przyznane bankom i dłużnikom wekslowym również nie znajduje precedensów w historii rynku pieniężnego angielskiego, przynajmniej w ciągu wieku dziewiętnastego. Kwestja, czy wprowadzenie moratorium było potrzebne i czy nawet nie spowodowało szkód większych od tych, którym starało się zapobiec, nie wchodzi

List Premiera i Kanclerza Szachownicy do Banku Anglii tejże daty:
Gentlemen:

We have the honour to acknowledge the receipt of your letter of this day to the Chancellor of the Exchequer in regard to the extraordinary demands which are being made upon the Bank of England in consequence of the threatened outbreak of hostilities between two or more of the Great Powers of Europe.

In the circumstances represented, his Majesty's Government recommend that, if the Bank of England shall find that, in order to meet the wants of legitimate commerce, it is requisite to extend its discounts and advances upon approved securities so as to require issues of Notes beyond the limit fixed by law, this necessity should be met immediately upon its occurrence, and in that event they will not fail to make application to Parliament for its sanction.

No such discount or advance should be granted at a rate of interest of less than 10 per cent, and His Majesty's Government reserve it to themselves to recommend, if they should see fit, the imposition of a higher rate.

After deduction, by the Bank, of whatever it may consider to be a fair charge for its risk, expense and trouble, the profits of these advances will accrue to the Public.

We have the honour to be, Gentlemen,

Your obedient Servants,

(Signed) H. H. Asquith

(Signed) D. Lloyd George

Obydwa listy cytowane u Kirkaldy, British Finance etc. str. 3ss.

w zakres niniejszych rozważań. Z punktu widzenia teorii monetarnej należy tylko podkreślić fakt, że pomimo, że banki zostały zwolnione ustawowo od obowiązku wypłaty czeków w gotówce, obrót czekowy nie stracił na popularności. Wprawdzie banki, jak się zdaje, nie korzystały z tego uprawnienia i nadal wypłacały чеки bez ograniczeń, ale mimo to posiadanie чека nie dawało już zwykłej pewności otrzymania gotówki. Powrót do wyłącznego obiegu pieniądza ustawowego nie miał jednakże miejsca i obrót bezgotówkowy nie ustał. Wykazy Izb Rozrachunkowych wykazują wprawdzie pewien spadek obrotów w następnych tygodniach, ale spadek ten nie jest tak wielki, aby się nie dał wytłumaczyć wpływem zamknięcia giełdy i ogólnego zmniejszenia obrotów skutkiem poczynającego się zastoju w handlu i przemyśle.

Większą jednakże i głębiej sięgającą inowacją niż powyższe kroki było wprowadzenie państwowego pieniądza papierowego. Od chwili utworzenia Banku Anglii w r. 1694 jedynymi pieniędzmi, obiegającymi w Anglii, były pieniądze metalowe, wybijane przez państwo i bilety emitowane przez Bank. Nawet w okresie zamieszania finansowego w czasie wojen napoleońskich i w czasie wszystkich kryzysów finansowych w w. XIX dostarczanie dodatkowego pieniądza odbywało się zawsze przez rozszerzanie emisji Banku, pieniądź państwowy był zupełnie nieznanym.

Dla historyka Banku Anglii lata wojny są epoką, o której nie może pisać bez pewnego uczucia rozczarowania. Bank Anglii stracił odrazu swój prymat na rynku pieniężnym a na jego miejsce wkroczył Kanclerz Szachownicy, jako najwyższy autorytet finansowy, zawsze czujny i przewidujący, płodny w plany zapobiegające niebezpieczeństwom prawie zanim powstaną. Efekt ten był prawdopodobnie więcej skutkiem właściwości indywidualnych kierowników obu instytucji, aniżeli ich różnych uprawnień ustawowych. Nikt nie jest w stanie powiedzieć, jaki obrót wypadki byłyby wzięły, gdyby Lloyd George nadawał ton swoją wulkaniczną aktywnością Radzie Banku a Lord Cunliffe przewodniczył godnie nad działalnością Skarbu. W ciągu lat wojennych Rząd częstokroć wyrażał się z najwyższymi po-

chwałami o działalności Banku w zakresie finansowania pożyczek państwowych. Pochwały te jednak robią wrażenie tylko jeszcze jednego podkreślenia utraty przez Bank stanowiska przodowniczego, które miał na rynku pieniężnym, tak długo jak ten się rządził względami na zdrowie finansowe gospodarstwa społecznego. Pewną satysfakcję daje tylko świadomość, że środki, przedsięwzięte przez Rząd dla zapobieżenia kryzysowi i panice, po kilku tygodniach powodzenia stały się pierwszym krokiem na drodze finansowania wojny przez inflację.

Currency Notes Act nakazał wypuszczenie pieniądza papierowego, w odcinkach wartości jednego funta i dziesięciu szylingów, o pełnej mocy zwalniania od zobowiązań, bez oznaczenia maksymalnej granicy emisji. Cechą, która jednakże różni Currency Notes od wszelkich podobnych pieniędzy posiłkowych, które się pojawiły w innych krajach zamieszanych w wojnę, jest ich wymienialność na złoto. Późniejsze szykany i utrudnienia, które pod koniec wojny zamieniły funt angielski na walutę faktycznie, choć nie prawnie papierową, zaciemniły pamięć tego, że w pierwszych latach wojny możliwość otrzymania złota przez przedstawienie Currency Note do wymiany była równie realną jak przed wojną możliwość otrzymania złota przez przedstawienie biletu Banku Anglii. Postanowienia prawne co do tej wymienialności zawierają pewne niedomówienia niezmiernie charakterystyczne dla życia prawnego angielskiego. Currency Notes Act mówi o wymienialności Currency Notes w Banku Anglii. Currency Notes są jednakże pieniądzem państwowym — chociaż ustawa, która je powołała do życia, nie mówi tego w żadnym ze swych artykułów zupełnie wyraźnie, to jednak noszą one całkiem niedwuznaczny napis: „Issued by the Lords Treasurers of His Majesty's Treasury“, czyli „Emitowane przez Lordów Skarbników Skarbu Królewskiego“. Bank Anglii bez zmiany statutu nie mógł odpowiadać za ich wymianę, i jego zapas złota przechowywany jako pokrycie jego własnych banknotów, nie mógł być obciążony, bez naruszenia bardzo podstawowych zasad prawnych takim narzuconym z zewnątrz zastawem. Bank Anglii występuje tu raczej jako domicyljat, związany wobec osób

trzech o tyle, o ile ma polecenie przyjęcia tych zobowiązań na rachunek rządu, na który w ostatnim rządzie spada zobowiązanie dostarczenia złota. Emisję Currency Notes przeprowadzał technicznie Bank Anglii, jako bankier rządu, prowadzący całą jego kasowość. Wszelkie transakcje związane z ich emisją były jednakże przeprowadzane przez osobny dwustronny rachunek, nazwany „Currency Notes Redemption Account“, a który, mimo swej skromnej nazwy i choć pozbawiony osobowości prawnej, był w rzeczywistości drugim, niezależnym Bankiem Emisyjnym. Stan Currency Notes Redemption Account był ogłaszany co tydzień równocześnie z wykazem Banku. Od samego prawie początku jego istnienia poczęto gromadzić w nim zapas złota, pochodzący z wymiany monet, będących w obiegu, na środki obiegowe papierowe i, sądząc z wysokości, na jakiej to pokrycie się utrzymywało, tendencją było, aby zachowywać pokrycie trzydziestoprocentowe obiegu Currency Notes.

Z perspektywy kilkunastu lat i mniej więcej normalnych stosunków monetarnych trudno jest docenić odwagę, jakiej wymagało wprowadzenie tego tak prostego postanowienia o wymienialności Currency Notes. Rewolucyjny jego charakter wystąpi jednakże, o ile sobie uprzytomnimy, że przed wojną communis doctorum opinio widziała właśnie w wprost przeciwnym środku, zawieszeniu wymienialności banknotów, konieczne następstwo wybuchu wojny, jak i niezawodny środek na zapobieżenie panice¹. Panująca wówczas teoria opierała się na założeniu, że panika kredytowa jest nieodłączną od paniki monetarnej i, że wybuch wojny europejskiej wywoła z pewnością tę pierwszą, o ile nie obie. Sądono, że o ile „człowiek przeciętny“ zacznie podejrywać pewność istniejącego systemu kredytowego i będzie wolał posiadać gotówkę aniżeli depozyt w banku, to wątpliwości jego nie skończą się na tem, ale zacznie również podejrywać pewność banknotów i będzie żądał ich wymiany na złoto. Currency Notes Act odbiegł zupełnie od tego utartego rozumowania i oparł się na prze-

¹ Plenge Von der Diskontpolitik zur Beherrschung des Geldmarktes, str. 147, 281 etc.

konaniu, że o ile uniknie się paniki kredytowej, to i panika monetarna nie wybuchnie i że w takim razie apel do uczuć patriotycznych ludności oraz manipulowanie rzeczywiście drugorzędnymi szczegółami wystarczą do utrzymania w obiegu nie tylko banknotów, ale i nowo stworzonego pieniądza papierowego. Krok ten jest z jednej strony śmiałym aktem stanu, unikającym niebezpieczeństwa przez samo zaprzeczenie jego istnienia, ale z drugiej strony wykazuje doskonale ujęcie rzeczywistości monetarnej.

Jak poprzednio podnoszono, rozwój pieniądza czekowego stworzył stałą sprzeczność pomiędzy praktyką systemu a teorią, na której on się opiera. W kraju o tak dalece rozwiniętym obiegu pieniądza kredytowego jak Anglja, każda próba stwierdzenia na wielką skalę, czy za każdy czek, znajdujący się w obiegu, można rzeczywiście otrzymać efektywne złoto, wykazałaby, że taki powrót do więcej prymitywnej formy pieniądza nie mógłby się odbyć bez narażenia gospodarstwa kraju na nieobliczalne szkody. Dogodność jednakże obiegu czekowego sprawiała, że myśl o podstawach, na których ich używanie się opierało, coraz więcej się traciła i prawdopodobieństwo przedsięwzięcia takiego eksperymentu zmniejszało się do minimum. Z chwilą zaś, kiedy obieg prywatnych dokumentów, zastępujących prawny środek płatniczy, doszedł do takiego skrzepnięcia i stałości, to tembardziej banknoty mogły znajdować się w obiegu, nie wywołując u nikogo, nawet w chwilach ogólnego podniecenia, wątpliwości co do możliwości ich wymiany na złoto. Nawet ogonek, czekający przed drzwiami Banku Anglji w sobotę 1-go sierpnia 1914 żądał złota, zdaniem naocznych świadków nie dlatego, że było złotem, ale dlatego, że było wybijane w więcej dogodnej formie, aniżeli zbyt wielkie banknoty pięciofuntowe.

O ile słowa Act'ów z lat 1826 i 1844, które stworzyły monopol emisji Banku Anglji brać w ich najściślejszem znaczeniu, to przywileje Banku nie zostały naruszone, ponieważ do konkurencji z emisją banku występuje pieniądz papierowy, a nie banknot. Mimo tego różnego charakteru formalnego nowego pieniądza, opłata roczna £ 3,000,000,

uiszczana przez Bank państwu za monopol emisji, wydaje się anachronizmem.

Wprowadzenie Currency Notes Act nie było jednakże jedynym krokiem, przedsięwziętym wówczas dla zapobieżenia obawom o niedostateczne zaopatrzenie kraju w środki obiegowe. W wieku XIX, w czasie wszystkich panik pieniężnych podstawą zaniepokojenia była zawsze obawa, że Bank Anglii, pod naporem rynku będzie musiał puścić w obieg wszystkie banknoty, które ma prawo emitować na podstawie Aktu Peel'a i że po dojściu do tego punktu dalsze żądania wypłat nie będą mogły być zaspokojone. W takich wypadkach rząd na żądanie banku zawsze zezwalał na chwilowe przekroczenie ustawowych granic emisji, to jest, udzielał bankowi zapewnienia, że w możliwie najkrótszym czasie wniesie do Parlamentu ustawę, zwalniającą Radę Banku od odpowiedzialności za nieprawne przekroczenie emisji. W tym wypadku, aby już zgóry zapobiec możliwości powstania podobnych obaw, Currency Notes Act w par. 3-im upoważnił Bank do „emitowania banknotów ponad wszelkie ustawowe granice o tyle, o ile czasowo na to zezwoli Kanclerz Skarbu i pod warunkami, określonymi w tem zezwoleniu“. Przepis ten zawiesza działanie Aktu Peel'a w granicach ścisłości prawniczej formułki. Rozporządzenie Kanclerza Skarbu oparte na Currency Notes Act może zawiesić granicę Peel'a emisji banknotów. Chociaż więc faktycznie granica wysokości obiegu zależy od decyzji kanclerza Skarbu, to jednakże aż do pierwszej okazji, gdy Skarb skorzysta z tej możliwości zniesienia ograniczeń ustawowych, maksymalną emisję określa ustawa, a nie rozporządzenie Kanclerza Szachownicy. To właśnie najwięcej kazuistyczne ujęcie sytuacji przeniknęło do świadomości ogółu. Currency Notes Act nie podawał granicy ustawowej emisji Currency Notes i emisja odbywała się bez żadnych ograniczeń aż do 15 grudnia 1919, kiedy rozporządzenie Kanclerza Skarbu ograniczyło ich obieg niepokryty w ciągu każdego roku do wysokości najwyższego obiegu niepokrytego w ciągu roku poprzedniego. Opinia publiczna nadal jednak uważała Currency Notes za rodzaj pieniądza mniej pewny od biletów Banku Anglii, właśnie dlatego, że ich emisja była ograniczona tylko przez

rozporządzenie ministerjalne, a nie przez ustawę. Przekonanie to, jak widać, jest prawdziwem tylko o ile aż nazbyt ściśle interpretować stosunek Currency Notes Act do Bank Act; mogło ono się opierać na przeświadczeniu, że Kanclerz Skarbu w razie ponownych trudności finansowych będzie wolał powiększyć emisję Currency Notes, aniżeli upoważniać Bank do przekraczania granicy jego własnej emisji, do którejto ostateczności nie było potrzeby się uciekać przez cały czas wojny. Mogło ono również pochodzić poprostu z zapomnienia o tem, jak wielkim był wpływ Currency Notes Act na ustrój Banku, w każdym razie jednak Act, dając kierowniczym sferom finansowym zupełną swobodę działania, uniknął rzucenia najlżejszego cienia na standing biletów Banku Anglii.

Parlament, uchwalając Currency Notes Act, zupełnie sobie nie zdawał sprawy z całego jego znaczenia; sprawozdanie z debaty przy jego wprowadzeniu, nie pozostawia co do tego najmniejszych wątpliwości¹. Currency Notes, chociaż emisję ich powierzono Rządowi bez żadnych ograniczeń co do jej rozmiaru, miały służyć tylko na specjalny cel, na uzupełnianie rezerw kasowych banków dla umożliwienia im spłaty natychmiast wymagalnych zobowiązań. Wyjaśnienia oficjalne, opublikowane przez Kanclerza Skarbu 10 sierpnia 1916 dokładniej określiły sposób, w jaki rzecz ta miała się odbywać: Bank Anglii miał udzielać w imieniu Rządu pożyczek bankom do wysokości 20% ich pasywów, zabezpieczając je ogólnym zastawem na wszystkich aktywach dłużnika. Par. 2-gi Act'u, chociaż *expressis verbis* nie wyklucza emisji Currency Notes na inne cele, zdaje się mieć również tylko ten jeden sposób ich emisji na myśli, po kilku tygodniach Rząd rozpoczął wypuszczać Currency Notes poprostu dla zdobycia dodatkowych dochodów. Można mieć bardzo mało zaufania do zdolności jakiegokolwiek rządu do oparcia się pokusie finansowania wojny inflacją pieniądza, w tym jednakże wypadku należy z naciskiem podkreślić, że brak wszelkich danych, aby posądzać Rząd an-

¹ Hansard: Parliamentary Debates, House of Commons 1914, col. 2101—2107.

gielski, że ten właśnie motyw kierował nim przy stwarzaniu Currency Notes.

Currency Notes spełniły swoje zadanie zapobieżenia kryzysowi pieniężnemu aż nadto dobrze. Rozwój wypadków przypomina poprzednie zawieszenie Bank Act'u w czasie kryzysów. Pod wpływem umiarkowania finansowego, które Bank Anglii stale narzucał gospodarstwu kraju, ogólna sytuacja kredytowa nie mogła nigdy odchylić się silnie od punktu równowagi. W każdym kryzysie trudności pochodziły z zaniku zaufania potrzebnego do utrzymania obiegu czekowego i z wynikającej stąd tendencji do powrotu do więcej prymitywnego obiegu złota i banknotów, ale z chwilą, gdy możliwość uzyskania dodatkowych ilości banknotów była wyjaśnioną, zwykle środki obiegowe odzyskiwały swoje normalne znaczenie, i zasadnicze zdrowie sytuacji gospodarczej stawało się znowu widocznem. Kryzysy wobec tego kończyły się, jak to wyraźnie występuje w historii gospodarczej przedwojennej, zawsze niezwykle szybko, znacznie szybciej, aniżeli się tego rzeczoznawcy spodziewali. Podobnie miała się rzecz przy Currency Notes. Pierwsze pożyczki zostały spłacone przez banki po upływie bardzo krótkiego czasu, na jaki zostały zaciągnięte i znikoma tylko ich część była prolongowana, dowodząc, że mechanizm gospodarczy mógł funkcjonować bardzo dobrze bez rozszerzania jego dotychczasowych podstaw monetarnych. Emisja Currency Notes po tem jednakże nie zmalała, coby musiało nastąpić, gdyby i nadal służyły jedynie pierwotnemu swemu celowi, przeciwnie, właśnie dopiero od drugiego miesiąca wojny począwszy, zaczyna się duży rozwój ich emisji.

Sposób puszczenia w obieg Currency Notes został od-tąd słusznie nazwany „kupowaniem zamiast pożyczania pieniądza“. Banki, które potrzebowały gotówki, podejmowały w dotychczasowy sposób odpowiednie sumy ze swych rachunków w Banku Anglii. Ten ostatni jednakże nie musiał już, jak dawniej, wypłacać jedynie albo złota albo banknotów, ale mógł również wypłacać Currency Notes, które Rząd stawiał mu do dyspozycji. O ile Bank wypłacał Currency Notes, to obciążał za wydane sztuki dany rachunek żyrowy a uznawał nowo utworzony Currency Notes Redem-

ption Account. W tych warunkach trudno powiedzieć czyto Bank czy też Rząd decydował o wysokości emisji Currency Notes, o ile bowiem jakieś pozytywne źródła w tej sprawie się zachowały, to zdają się wskazywać, że Skarb dostarczał Bankowi każdej żądanej ilości tych not, a Bank, o ile wiadomo, w miarę możności stosował się do życzeń swoich klientów i nie narzucał im przy wypłatach Currency Notes zamiast banknotów. Oficjalne źródła, odnoszące się do stosunku Banku do Skarbu w tej sprawie nie zostały jednakże nigdy opublikowane.

Każda Currency Note, puszczonej w obieg, zwiększała saldo kredytowe Rachunku Wykupu Currency Notes. Przez pierwsze trzy tygodnie ich istnienia saldo to nie otrzymało żadnego specjalnego przeznaczenia, było poprostu pozostawiane na rachunku w Banku Anglii, tak że w tym czasie Rachunek Wykupu Currency Notes, ogłaszany co tydzień przez Kanclerza Skarbu, wykazywał w pasywach bilety, znajdujące się w obiegu, a w aktywach jedynie „saldo na rachunku w Banku Anglii“. Skoro jednakże stało się jasnym, że Currency Notes nie będą zjawiskiem przejściowym, lecz że pozostaną w obiegu mniej lub więcej na stałe, i że nie potrzeba utrzymywać całej ich równowartości w rezerwie na pokrycie ich wykupu, rozpoczęto lokować te fundusze, nabywając na rzecz Rachunku Wykupu papiery państwowe. W ten sposób jednakże ostatecznym rezultatem tych przeniesień rachunkowych było, zwłaszcza o ile chodziło o papiery państwowe nowo-emitowane, zwiększanie się stanu rachunku Skarbu w Banku, czyli że w paradoksalnym wyniku tej sytuacji, klient Banku, podejmując wypłatę ze swego rachunku w Currency Notes, przyczyniał się do wzrastania zapasu gotówki Skarbu Państwa. Rodzaj papierów, nabywanych dla Rachunku Wykupu, nigdy nie został ujawniony — niewiadomo, czy były to papiery długoterminowe, jak Consols a później pożyczki wojenne, czy też papiery krótkoterminowe, jak Treasury Bills. W tym ostatnim wypadku sytuacja wyglądałaby dość zabawnie: przy systemie sprzedaży weksli skarbowych na tygodniowych licytacjach, Bank Anglii prowadzi licytację w imieniu Skarbu. Ponieważ jednakże Bank również administruje Rachunkiem

Wykupu Currency Notes, więc musiałby nabywać Treasury Bills sam od siebie, stając do licytacji w imieniu Rachunku Wykupu. We wszystkich tych kwestjach jednakże źródła oficjalne są i zapewne na długo będą otoczone nieprzeniknioną tajemnicą.

Emisja Currency Notes w nieograniczonych ilościach zmienia zupełnie znaczenie pogotowia kasowego banków depozytowych i stosunku rezerwy Banku Anglii. Ponieważ każdy bank jest upoważniony do otrzymania pożyczki w Currency Notes do wysokości 20% swoich pasywów, jego zapas gotówki zwiększa się o taką samą wielkość. Każdy bank angielski mógł być skorzystać z rządowej promesy pomocy kredytowej i powiększać udzielane kredyty aż do nawet zupełnego wyczerpania swych zapasów kasowych. W rzeczywistości banki zupełnie nie okazywały tendencji do prowadzenia tego rodzaju polityki. Wprost przeciwnie zarzucano im, że zbyt konserwatywna ich polityka¹ przyczyniła się do zastoju gospodarczego w pierwszym okresie wojny. Motywy tej wielkiej wstrzemięźliwości banków nie są zupełnie jasne. Mogła tu wchodzić w grę ogólna nieufność do pewności lokat w związku z zupełną niemożliwością przewidzenia, jaki wpływ wojna wyrzuci na poszczególne jednostki gospodarcze. Banki mogły poczuwać się do obowiązku przeciwdziałania wszelkim możliwościom inflacyjnym, zawartym w Currency Notes Act. Wysoka stopa procentowa, pobierana za pożyczki Currency Notes, mogła również działać hamująco. Wreszcie szerokie możliwości, wynikające z ogólnikowych zobowiązań rządu, mogły nie być dość powszechnie zrozumiane. Równie jednakże prawdopodobnym jest, że banki kierowały się zupełnie innym względem, mianowicie obawą przed swymi wierzycielami. W każdej nowej trudności polityka bankowa staje się igraniem z bardzo zagadkową umysłowością masy deponentów. O ile trudno jest przewidzieć stanowisko pojedynczego klienta, to niebezpieczeństwo wzrasta jeszcze skutkiem tego, że rozprzestrzenianie się pewnych indywi-

¹ Bankers Magazine, Economist, Statist z sierpnia-października 1914 roku.

widualnych reakcji może wywołać zupełnie niespodziewane zjawiska psychologii tłumów. Wspominana już cicha konwencja rynku angielskiego, która nie pozwalała bankom depozytowym na korzystanie z kredytów Banku Centralnego inaczej, aniżeli za pośrednictwem wycofywania pieniądza dziennego z rynku, wytworzyła przekonanie, że zwrócenie się banku depozytowego o kredyt wprost do Banku Anglii byłoby tłumaczone przez deponentów jako wyraz jego trudności finansowych i wywołałoby wśród nich panikę. Currency Notes zostały stworzone bez takich uprzedzeń co do możliwości posługiwania się niemi. Publiczność okazała na tyle zrozumienia niezwykłości sytuacji, że zwrócenie się banków do Rządu o pożyczki w Currency Notes nie było uważane za objaw słabości i nie wywołało run'u na te ani na inne banki, ale mimo to bank, któryby przekroczył rozsądne granice w korzystaniu z tych kredytów, narażał się na masowe wycofywanie depozytów w razie, gdyby jego klientela nie aprobowała takiej polityki.

Znaczenie rezerwy Wydziału Bankowego również zupełnie się zmieniło z punktu widzenia zarówno Banku jak i całego organizmu monetarnego. Rezerwa przestała być ostoją płynności Banku i również przestała być ostateczną rezerwą pieniądza ustawowego kraju. Bank mógł spłacać swoje zobowiązania równie dobrze własnymi banknotami jak i pieniądzem papierowym, dostarczonym przez państwo. Wprawdzie obydwie były wymienne na złoto, przez co zwiększenie obiegu obydwu zagrażało zapasowi złota, ale obydwie były prawnym środkiem płatniczym i Bank mógł zmusić posiadaczy rachunków żyrowych do ich przyjmowania. Bank więc mógł, wypłacając Currency Notes, zmniejszać swoje zobowiązania, nietylko nie zmniejszając rezerwy banknotów w Wydziale Bankowym, ale nawet mógł w ten sposób uzyskać zwiększenie proporcji niezmienionej rezerwy do zmniejszonych zobowiązań. Znaczenie, które przedtem posiadała rezerwa jako wskaźnik sytuacji finansowej kraju, przeszło w ten sposób na ogólną ilość pieniądza, który mógł być w danej chwili emitowany w granicach określonych obowiązującym ustawodawstwem.

Zmiany w stanie zapasu złota w Banku Centralnym

a zwłaszcza sposób, w jaki Bank Anglii osiągnął stałe powiększanie się zapasu złota w ciągu lat wojennych, potwierdzają w zupełności teorię zawsze wyznawaną przez rynek pieniężny londyński, że potęga finansowa Anglii nie jest opartą o bezwzględną ilość złota, znajdującą się w kraju, ale że wynika ona z możliwości dowolnego wywołania napływu złota z zagranicy. Niestety ruchu tego nie można śledzić przez cały czas wojny z należytą dokładnością. Bank Anglii ogłaszał przed wojną codziennie ilości złota, które nabył z transportów zagranicznych i które sprzedał na eksport. Porównanie sumy netto tygodniowej tych dwóch ruchów ze zmianą w ogólnej ilości złota w posiadaniu Banku dawało również możliwość określenia ilości złota, napływającej doń per saldo z rynku wewnętrznego, lub naodwrot wydawanego na rynek wewnętrzny. Biuletyn ruchów złota w obrocie zagranicznym był ogłaszany w zwykłej formie aż do końca marca 1916 roku. Od tej chwili i aż do lipca 1917 r. tylko ilości złota otrzymywane przez Bank z zagranicy były podawane do wiadomości publicznej, a ilości wysyłane i sprzedawane na eksport zostały otoczone tak ulubioną przez wszystkie rządy wojujące tajemnicą oficjalną. Same cyfry importu nie dają żadnego obrazu całokształtu obrotu złotem, tak że od marca 1916 r. aż do ponownego rozpoczęcia ogłaszania pełnego biuletynu w kwietniu 1925 r., a więc przez większą część wojny i sześć lat powrotu do normalnych stosunków nie mamy żadnych danych poza zmianami ogólnej wysokości zapasu złota Banku.

Złoto odpływało z Banku Anglii już od 22 lipca 1914, i to zarówno pod wpływem zapotrzebowania obiegu wewnętrznego jak i na eksport (Tablica III), przyczem najniższy stan zapasu złota został wykazany w dniu 7-ym sierpnia. Zaraz w następnym tygodniu jednakże zaznaczyło się charakterystyczne zjawisko: wprawdzie energiczne kroki, przedsięwzięte przez Bank i rynek pieniężny dla ściągnięcia złota z zagranicy wywołały jego import, który w ciągu tygodnia dosięgnął £ 9,590,000, ale jednocześnie obieg wewnętrzny pochłonął dalsze £ 4,197,000 złota. Napływ złota z obiegu zaczął się dopiero w następnym tygodniu i był znacznie słabszym aniżeli odpływ w ciągu poprzednich trzech

Tablica III.
ZAPAS ZŁOTA W BANKU ANGLJI I W RACHUNKU WYKUPU
CURRENCY NOTES.

Data	Złoto w Bku Anglji	Złoto w Rku Curency Notes	Zapasy ogólny złota	Wzrost + i spadek - ogólnego zapasu	Import + i eksport -	Napływ + z obiegu wewn. i odpływ -
Tysiące funtów szterlingów						
1914						
22·7	40,164	—	40,164	—	—	—
29·7	38,132	—	38,132	— 2,032	— 800	— 1,232
7·8	27,622	—	27,622	— 10,510	— 2,298	— 8,212
12·8	33,015	—	33,015	+ 5,393	+ 9,590	+ 4,197
19·8	37,960	—	37,960	+ 4,945	+ 3,402	+ 1,543
26·8	43,473	—	43,473	+ 5,513	+ 4,297	+ 1,216
2·9	47,773	—	47,773	+ 4,300	+ 1,350	+ 2,950
1	—	—	—	+ 7,609	+ 15,541	— 7,932
30·9	52,917	4,500	57,417	+ 9,644	+ 6,983	+ 2,661
28·10	61,362	9,500	70,862	+ 13,445	+ 10,700	+ 2,745
25·10	71,619	13,500	85,119	+ 14,257	+ 11,170	+ 3,087
30·12	69,032	18,500	87,532	+ 2,413	— 1,039	+ 3,452
1915						
24·1	68,353	22,500	90,853	+ 3,921	— 1,952	+ 5,273
24·2	62,330	27,500	89,930	— 1,023	— 1,111	+ 88
31·3	52,451	27,500	79,951	— 9,879	— 4,704	— 5,175
28·4	54,065	27,500	81,565	+ 1,614	+ 3,646	— 2,032
26·5	60,418	28,500	88,918	+ 7,353	+ 8,655	— 1,302
30·6	51,080	28,500	79,580	— 9,338	— 6,879	— 2,459
28·7	59,941	28,500	88,441	+ 8,861	+ 4,931	+ 3,930
25·8	66,392	28,500	94,892	+ 6,451	— 2,625	+ 9,076
1	—	—	—	+ 54,728	+ 43,316	+ 11,412
29·9	61,509	28,500	90,009	— 4,883	— 5,711	+ 828
27·10	56,074	28,500	84,577	— 5,435	— 7,073	+ 1,638
24·11	52,294	28,500	80,794	— 3,780	— 5,330	+ 1,550
29·12	51,338	28,500	79,838	— 956	— 691	— 265
1916						
26·1	51,777	28,500	80,277	+ 439	+ 374	+ 65
23·2	54,216	28,500	82,716	+ 2,439	+ 2,250	+ 189
29·3	55,718	28,500	84,218	+ 1,502	+ 1,247	+ 255
1	—	—	—	+ 44,054	+ 28,382	+ 15,672

¹ Ruchy złota od 22. VII 1914 do 2. IX 1914, t. j. do rozpoczęcia gromadzenia złota w Rachunku Wykupu Currency Notes.

² Id. od 22. VII 1914 do 25. VIII 1915, t. j. do chwili największego wzrostu zapasu złota.

³ Id. od 22. VII 1914 do 29. III 1916, t. j. do ostatniego opublikowanego biuletynu eksportu i importu złota.

tygodni, tak że wzrost zapasu złota w Banku Anglii od 22 lipca do 2 września o £ 7,609,000 został osiągnięty jedynie dzięki temu, że strata netto £ 7,932,000 złota do obiegu wewnętrznego została prawie w dwójnasób pokryta importem w wysokości £ 15,541,000.

W pierwszym tygodniu sierpnia wystąpił w tej dziedzinie nowy czynnik, a mianowicie stworzenie odrębnego zapasu złota w Rachunku Wykupu Currency Notes. Rząd Angielski, podobnie jak inne Rządy prowadzące wojnę, postanowił skoncentrować złoto, znajdujące się w obiegu w skarbcach instytucji emisyjnej, gdzie mogło służyć dla finansowania zakupów materiałów wojennych. Sytuacja była jednakże o tyle odrębna w Anglii, że banknoty o minimalnej wartości pięciu funtów nie mogły służyć do całkowitego zastąpienia w obiegu monet jedno- i pół-funtowych. Do tego celu mogły być użyte jedynie Currency Notes, które też Rząd począł wypuszczać w większych ilościach aniżeli pomoc kredytowa dla banków tego wymagała. Przedsięwzięte kroki techniczno-kasowe łącznie z usilnymi apelami do uczuć patriotycznych publiczności wywarły szybki skutek, i centralne zapasy złota zaczęły wzrastać. Przynajmniej część złota wypartego z obiegu przez Currency Notes nie została jednakże włączona do zapasu złota Banku, lecz zatrzymana na Rachunku Wykupu Currency Notes, jako rezerwa na ich ewentualną wymianę. Sądząc z opublikowanych tygodniowych wykazów tego rachunku, istniała nawet tendencja, aby stale utrzymywać pokrycie obiegu Currency Notes w jednej trzeciej złotem, jednakże po pierwszym roku wojny, jak już wspomniano, wzrost obiegu wykroczył znacznie ponad tę miarę.

W ciągu omawianego okresu, to jest do końca marca 1916, zapasy złota osiągnęły największą wysokość w końcu sierpnia 1915, kiedy to na Rachunku Wykupu Currency Notes znajdowało się £ 28,500,000 złota — ilość utrzymywana bez zmian aż do reform monetarnych po wojnie — a złoto w Banku Anglii wzrosło z £ 40,164,000 na 22 lipca 1914 do £ 66,392,000 w dniu 25 sierpnia 1915. Ogółem więc wzrost zapasów centralnych wyniósł bardzo pokaźną sumę £ 54,728,000, ale obieg wewnętrzny dostarczył z tego tylko £ 11,412,000,

a więc niewiele ponad czwartą część £ 43,316,000 otrzymanych z zagranicy.

Przez pozostałe siedm miesięcy omawianego okresu stosunki uległy zmianie — eksport złota zaczął przewyższać poważnie import, tak że mimo dalszego napływu złota z obiegu, stan złota w Banku wynosił w dniu 29 marca 1916 już tylko £ 55,718,000. Rozpatrując więc cały okres lipiec 1914 — marzec 1916, całkowity wzrost centralnych zapasów wyniósł £ 44,054,000 i, chociaż napływ złota z obiegu wzrósł do £ 15,672,000 a import netto zmalał do £ 28,382,000 udział tego ostatniego czynnika okazał się jeszcze blisko dwukrotnie silniejszy od efektu polityki koncentracji złota.

Przebieg wypadków dosadnie uwydatnił potęgę Londynu jako międzynarodowego rynku złota. Wobec jednakże zapasu złota w ręku publiczności z wyłączeniem złota w kasach banków, przed wojną ocenianego w granicach od £ 50,000,000 do £ 80,000,000¹, nie można powiedzieć, aby dwuletnie blisko wysiłki wyssania złota z obiegu były uwieńczone zbyt wielkiem powodzeniem. Można jednak mieć pewne wątpliwości, czy opublikowane cyfry podają całkowity obraz przebiegu wypadków. Następujący ustęp z *The Economist* (r. 1916, p. 902) daje dużo do myślenia: „Dla celów obiegu wewnętrznego porzuciliśmy złoto jako środek wymiany, zastąpiwszy je przez Currency Notes; wiadomo, że banki postawiły znaczne ilości swych zapasów złota, już niepotrzebnych do zaspokojenia wewnętrznego zapotrzebowania gotówki do dyspozycji władz, które dokonywały znacznych wypłat zagranicznych. Przy pomocy tych źródeł podaży zalaliśmy kraje neutralne złotem...“

Wiadomo, że rząd musiał płacić podówczas znaczne sumy na pokrycie dostaw materiałów wojennych, ale cyfry opublikowane nie wykazują ruchu tak wielkiego, jak rozmiar wypłat rządowych tegoby wymagał. Nasuwa się więc przypuszczenie, że, jakby to mogło wynikać z powyższej notatki, część złota wycofanego z obiegu została wysłana wprost zagranicę na rachunek rządowy bądźto z banków prywatnych, bądźto z Rachunku Wykupu Currency Notes, nie prze-

¹ Kirkaldy, *British Finance etc.* pp. 37 ss.

chodząc wcale przez rachunki Banku Anglii. W tym wypadku polityka koncentracji zapasów złota byłaby miała większy skutek, aniżeli to wynika z opublikowanych cyfr, ale granice możliwych odchyłeń nie dadzą się zupełnie uchwylić.

Mimo tak skutecznego opanowania międzynarodowych rynków złota przez Londyn, można zapytać, czy powodzenie nie zostało okupione zbyt drogo i czy szereg szczególnie sprzyjających okoliczności nie przyczynił się w dużej mierze do korzystnego rozwoju sytuacji. Co do pierwszego względu, to gwałtowne ściągnięcie płynnych należności Londynu z innych rynków wywołało więcej aniżeli zamierzony efekt, ponieważ skutkiem szybkiego wyczerpania się zapasu dewiz na Londyn i niemożności prędkiego przesłania złota mechanizm wypłat międzynarodowych został zupełnie unieruchomiony. Niemożność dostarczenia funduszy na pokrycie zapadających podówczas akceptów, w której skutkiem tego znaleźli się zagraniczni dłużnicy londyńskich domów akceptowych, stała się jedną z głównych przyczyn zamarnięcia rynku pieniężnego. Ilość akceptów, udzielonych w Londynie na rachunek zagranicy i obiegających w chwili wybuchu wojny, oceniano na £ 300,000,000 — 350,000,000 akceptów domów akceptacyjnych i banków zagranicznych i na £ 70,000,000 akceptów banków akcyjnych. Nieotrzymanie pokrycia na czas, a zwłaszcza niepewność otrzymania go na późniejsze płatności w pierwszym rządzie naraziła na trudności samych akceptantów, w dalszym ciągu zaś uniemożliwiła bankom dyskontowanie tak wątpliwego materiału a nawet zmusiła je do wycofywania pieniądza dziennego, wypożyczonego pod jego zastaw. Moratorium, odraczające płatność weksli o jeden miesiąc, częściowo tylko zaradziło tym trudnościom, wobec dalszej niepewności co do przyszłych możliwości dokonywania wypłat międzynarodowych. Rząd zdecydował się więc udzielić Bankowi Anglii gwarancji na dyskontowanie aprobowanych weksli, akceptowanych przed wejściem w życie moratorium¹, na finansowanie odroczenia ich płatności, a nawet wkońcu zagwarantował również udzielanie przez Bank Anglii środków na zapłatę akceptów w ter-

¹ Zawiadomienie Banku Anglii z dn. 13 sierpnia 1914.

minie w wypadkach, gdy akceptanci nie mogli otrzymać na czas pokrycia¹. W tym ostatnim wypadku akceptant miał spłacić pożyczkę Banku Anglii natychmiast po otrzymaniu pokrycia, w razie jednak nieściągalności jego pretensji Bank zobowiązywał się nie żądać definitywnej spłaty przed upływem roku po ukończeniu wojny. Jak zwykle w podobnych wypadkach okazało się, że znaczna część obiegających weksli została uregulowana w normalny sposób. Ogólna suma weksli zagranicznych, zdyskontowanych na mocy gwarancji rządowej, wyniosła £ 120,000,000 a suma pożyczek na spłatę akceptów nie przekraczała £ 60,386,000. Po zastosowaniu tak drastycznych środków ratunkowych rynek pieniężny powrócił do mniej więcej normalnych funkcji, ale zaostrenie kryzysu przez jednostronne skierowanie wypłat międzynarodowych ku Londynowi pozostaje niezaprzeczoną faktom.

Jeśli chodzi o szczegółowy układ stosunków, który umożliwił Londynowi dowolne stworzenie czynnego bilansu płatniczego, to należy podkreślić, że już w ciągu ostatnich miesięcy przed wybuchem wojny, w związku z osłabieniem konjunktury w Stanach Zjednoczonych, przy niższej cenie zboża i zaniku spekulacji giełdowej, ruch złota między obu krajami skierował się bardzo silnie ku Anglii. Ze stanowiska Londynu jako bankiera międzynarodowego wynika z jednej strony wypożyczanie pieniędzy zagranicą na krótkie terminy przez banki w formie kredytów akceptacyjnych i utrzymywania płynnych kapitałów na rachunkach bankowych w obcych centrach finansowych, oraz na długie terminy przez publiczność w formie zakupu zagranicznych akcji i obligacji. Z drugiej strony jednakże międzynarodowy standing akceptu londyńskiego sprawia, że nie wszystkie weksle, akceptowane w Londynie, są tamże dyskontowane, lecz stwarza z nich bardzo pożądaną materię dyskontową dla banków zagranicznych, które utrzymują w swoich portfelach nieraz znaczne ich zapasy. Dalej zaś samo już istnienie znacznej ilości kredytów rembursowych w Londynie, w braku przeciwwagi pod postacią kredytów rembursowych

¹ Ogłoszenie Kanclerza Skarbu z 5 września 1914.

otwieranych na rzecz Londynu w innych centrach finansowych, zmusza te ostatnie do stałego utrzymywania w Londynie znacznych płynnych zasobów¹. Wreszcie pewna ilość papierów angielskich znajdowała się w posiadaniu zagranicy i, chociaż ilość ich nie mogła nawet zbliżyć się do ilości papierów zagranicznych w posiadaniu angielskiem, to jednak wpływ tego czynnika zaznaczył się właśnie w początku wojny. Różne wyniki działania tego szeregu przeciwważnych sobie czynników widać najjaśniej na różnych losach kursu dewizy na Nowy York i na Paryż. O ile ściągnięcie należności angielskich w Ameryce doprowadziło do wyżki kursu funta, który i tak znajdował się już powyżej parytetu², do zupełnie niezwykłej wysokości \$ 6·00 w dniu 31 lipca, poczem dalsza wyżka doprowadziła już tylko do zahamowania wszelkich transakcji, o tyle rozwój kursu wypłaty na Paryż przedstawiał się wręcz odwrotnie. W ostatnich dniach przed wojną Paryż ściągał swoje należności z Londynu przez wypowiedanie depozytów w bankach angielskich, przez sprzedaż posiadanych portfeli weksli na Londyn i wreszcie sprzedaż papierów angielskich, na co, wobec zamknięcia giełdy w Londynie dopiero w parę dni po zamknięciu giełdy w Paryżu, ten pierwszy nie miał skutecznego środka odwetu. Kurs Paryża w Londynie, który w ostatnich tygodniach przed wojną utrzymywał się na wysokości Fr. 25·16—25·18, a więc poniżej parytetu wynoszącego Fr. 25·22 za £ 1:0:0, a w bliskości punktu wywozu złota, opadł do Fr. 25·05 w dniu 29 lipca, podobno nawet do Fr. 24·00, poczem znowu efektywne transakcje ustały. Kurs dolara kanadyjskiego zbliżał się naogół do kursu Nowego Yorku, a waluty krajów neutralnych bez wyjątku obróciły się na korzyść Londynu. Przyczyny zjawiska są tylko napozór zupełnie jasne. Tak długo, jak stosunki na wszystkich rynkach pieniężnych, wchodzących w grę, są jeszcze normalne, można pokryć długi krótkoterminowe sprzedażą długoter-

¹ Cf. odnośnie do tego ostatniego punktu Lansburg, Die Bank, luty 1930.

² Parytet \$ 4·865 za £ 1:0:0, kurs kabla na Nowy York notowany w tej wysokości w początku kwietnia 1914, ale już \$ 4·895 w dn. 13 czerwca, \$ 4·945 w dn. 27 lipca.

minowych wierzytelności na odnośnych rynkach. W tym wypadku jednak, wobec zamknięcia giełd pieniężnych na kontynencie, cały proces musiał rozgrywać się w granicach kredytów krótkoterminowych i tutaj brakuje zupełnie informacji co do roli tych czynników, które stanowią częściową przynajmniej przeciwwagę roli Londynu, jako źródła kapitałów. Czy wierzyciele zagraniczni, a w szczególności wierzyciele z krajów neutralnych pozostawili swoje depozyty w Londynie, wierząc w jego pewność bankową? Czy też odwołanie tych depozytów było skompensowane przez odwołanie depozytów angielskich z tych rynków? Czy też wreszcie dzięki czynnikom sezonowym i konjunkturalnym ilość pieniędzy zagranicznych, zdeponowanych podówczas w Londynie, była tak mała, że ich odwołanie nie mogło wpłynąć na ogólny poziom kursów weksli? Nie posiadamy żadnych danych liczbowych, któreby były w stanie oświetlić szczegóły tych przeciwdziałających sobie prądów.

Sytuację zaciemnia dalej okoliczność, że Bank Anglii odstąpił w tym czasie od maksymy, która przed wojną uchodziła za równie niezmienną jak sam Bank-Act. Bank stale odmawiał wydawania banknotów w zamian za złoto, deponowane gdziekolwiek aniżeli w jego kasach, opierając się bardzo nawet silnemu naciskowi sfer reprezentujących kopalnie złota w Transwalu, które żądały uznania złożenia złota np. u korespondentów Banku w Południowej Afryce za równoznaczne ze złożeniem go w samym Banku w Londynie. Teraz jednakże, chcąc przyspieszyć ruch złota ku Anglii, Bank rozpoczął wydawanie banknotów na podkład złota, składanego na jego rachunek w Pretorji przez transwalskie kopalnie złota i w Ottawie przez banki amerykańskie i kanadyjskie. Złoto to zostało poprostu włączone do zapasu wykazywanego przez Wydział Emisyjny Banku, bez rozróżnienia złota w Londynie i złota zagranicą. Mimo to jednak rynek pieniężny czuł się zupełnie pewnym w swych ocenach wielkości i ruchów tego zapasu „or à l'étranger“. Z chwilą, kiedy ruch złota zwrócił się przeciwko Anglii, zapasy te pierwsze wyszły z posiadania Banku i, według ogólnie przyjętego zdania, w sierpniu 1916 złoto w Ottawie było już zupełnie wyczerpane.

Po raz pierwszy od ustalenia wartości waluty angielskiej w złocie po wojnach napoleońskich, Bank Anglii żądał za to złoto ceny wyższej aniżeli £ 4:17:10¹/₂, chociaż sprzedawał je nadal zgodnie z Bank-Act'em po tej cenie w Londynie. Postępowanie to zasługuje na szczegółowe podkreślenie z dwu względów: po pierwsze należy podnieść, że ustanowienie tych dwu różnych cen na złoto było zupełnie uzasadnione zarówno z punktu widzenia prawnego, jak i ekonomicznego. Prawnie Bank jest zobowiązany, według bardzo wyraźnego brzmienia ustawy, do wymiany banknotów na złoto w oddziałach swych w Londynie i na prowincji, a jeżeli posiadacz banknotów żąda ich wymiany w inny sposób, jak np. w tym wypadku na złoto loco Kanada lub loco Południowa Afryka, to Bank ma zupełne prawo, jak długo nie odmawia alternatywnej wymiany na złoto w Anglii, do oznaczenia wartości pieniężnej zamiennego świadczenia żądanego na to miejsce. Z punktu widzenia ekonomicznego oznaczenie za złoto poza oceanem ceny wyższej o kosztu transportu i asekuracji ponad cenę złota w Londynie było również uzasadnione, właśnie przez możliwość uniknięcia faktycznego transportu i asekuracji, i ponieważ różnica ceny tych granic nie przekraczała, nie oznaczała też wcale obniżenia wartości międzynarodowej funta przez obniżanie dolnego punktu złotego, tak jak to miało miejsce z frankiem francuskim przy stosowaniu przed wojną premji na złoto przez Bank Francuski.

Postępowanie Banku Anglii ma jednakże jeszcze inne znaczenie, nierównie ważniejsze jako precedens, aniżeli ze względu na stosunkowo niewielkie rozmiary tych transakcji. Wobec coraz to silniej występujących w obecnej dobie planów organizacji współpracy banków emisyjnych, i to właśnie przedewszystkiem w dziedzinie arbitrażu złotem¹, warto jest przypomnieć, że, podobnie jak niemiecki Dritteldeckungsprinzip, amerykańska Open Market Policy i szereg innych zasad działalności banków centralnych, pozornie oryginalnych a faktycznie mających zaczątki w polityce Banku Anglii, również i sprzedaż złota, znajdującego się w zagranicznych

¹ P. przedewszystkiem Młynarski, Złoto i banki centralne.

centrach finansowych, po cenie odpowiadającej konjunkturze arbitrażowej, zostały w ten właśnie sposób wprowadzone w dziedzinę praktycznej działalności bankowej.

Wymienialność biletów Banku Anglii nie doznała żadnych ograniczeń prawnych ani w czasie wojny, ani w ciągu następnych sześciu lat, a jednak kraj stopniowo oddalał się od waluty złotej. Możliwość otrzymania złota przez przedstawienie banknotu do wymiany zawsze istniała, chociaż Bank używał presji moralnej, zbliżonej do fizycznego przymusu, aby skłonić publiczność do zrzeczenia się przysługującego jej prawa. Ograniczenia, które doprowadziły do oderwania funta jako waluty międzynarodowej od złota, były jednakże wprowadzane w zakresie handlu złotem. Nadzwyczajna ustawa wojenna, *Defense of the Realm Act* z r. 1914¹, zakazała przetapiania monet na złoto i sprzedaży takiego złota, przez co wymienialność banknotów została pozbawiona swego znaczenia jako wewnętrzny automatyczny hamulec emisji, który zaczyna działać z chwilą, gdy wartość złota zawartego w monetach jako metalu przekracza jego wartość jako jednostki pieniężnej. Zwyczajne podobne zarządzenia już wkrótce okazują się bezsilne. W tym wypadku jednakże, chociaż niema na to pozytywnego dowodu, szereg pośrednich okoliczności zdaje się wskazywać, że dzięki bezwzględnemu stosowaniu ustawy, a zwłaszcza dzięki wysokiemu poziomowi moralności obywatelskiej udało się utrzymać w obiegu przez bezprzykładnie długi przeciąg czasu stale podwartościowy pieniądz. Międzynarodowy ruch złota został również oderwany od swych dotychczasowych podstaw gospodarczych. Wywóz złota nie został wprawdzie zakazany, ale dolny punkt złota, który przed wojną wynosił ok. \$485, spadł do poziomu znacznie niższego skutkiem bardzo silnego wzrostu premii asekuracyjnej na transporty morskie. Wzrost tego składnika kosztów arbitrażu metalem jest zupełnie zrozumiały w czasie powszechnej wojny morskiej, niemniej istnieją silne poszlaki, że Rząd wywierał presję w kierunku tej zwyczajki, zwłaszcza, że w końcu został wydany formalny zakaz asekurowania transportów złota.

¹ 5—6, *Geo. V*, c. 8, 34, 37.

Wobec utrzymywania się niskiego kursu funta przez cały czas wojny — poza pierwszymi miesiącami omawianej poprzednio wyżki — nie mogło być mowy o dowozie złota z zagranicy na podstawie zwykłej kalkulacji handlowej. Anglja była jednakże w tem szczęśliwem położeniu, że dysponowała głównem światowem źródłem złota, mianowicie kopalniami w Transwalu. Bank Anglji zawarł przy współudziale banków południowo-afrykańskich i Rządu Unji Południowo-Afrykańskiej umowę z syndykatem kopalń transwalskich o dostawę całkowitej produkcji tych kopalń wprost do Banku Anglji po ustawowej cenie, po jakiej Bank był zobowiązany złoto przyjmować, t. j. po Sh 77/9 za uncję próby 11/12-ych, przyczem Bank płacił zaliczkę Sh 77/— za uncję już z chwilą dostawy złota w Transwalu, chociaż koszt transportu i asekuracji ponosili producenci. Umowa ta nie była pozbawiona charakteru rekwizycji wojennej i doszła do skutku, jak się zdaje, prawie że pod przymusem rządowym. W czasie silnego spadku kursu funta po wojnie skutki jej dla producentów złota okazały się fatalne, jednakowoż w ciągu czterech lat wojny poziom cen w Transwalu skutkiem szczególnego układu stosunków wzrósł tylko nieznacznie, przez co i poziom płac w kopalniach mało się podniósł. Przedsiębiorstwa kopalniane nie ponosiły więc początkowo wielkich strat z tytułu tej umowy, zwłaszcza wobec bardzo dogodnych warunków płatności, które ona im zapewniała. Złoto napływało w późniejszych miesiącach wojny do kas Banku z zagranicy jedynie na podstawie powyższego kontraktu, i z kraju jako rezultat stosowania polityki koncentracji zapasów złota z obiegu, a było wysyłane z Banku również nie jako wyraz samorzutnych operacyj dewizowych, ale na skutek świadomych interwencyj Banku na rzecz kursu funta. Zawieszenie codziennego biuletynu ruchu zagranicznego złota w marcu 1916 było zapewne polityczną koniecznością, ale nie można dosyć odżalować faktu, że jego brak pozbawia nas możności śledzenia wpływu zarówno przymusowych dostaw złota, jak i jego wycofywania z obiegu, na stan zapasów Banku Anglji.

Po skutecznem opanowaniu kryzysu w pierwszych

dniach wojny oznaki pogarszania się sytuacji finansowej poczęły się ukazywać w końcu roku 1914-go i początku 1915-go. W październiku 1914 r. nastąpiły pierwsze wysyłki złota zagranicę, a kurs wypłaty na Nowy York opadł silnie po raz pierwszy w lutym 1915. Kilka czynników współdziałało w tem pogorszeniu. Dostawy materiałów wojennych musiały być opłacane w czasie, kiedy nie można było zdobyć w tym celu ani towarów eksportowych, ani kredytów zagranicznych w dostatecznych ilościach. Środki przedsięwzięte dla upłynnienia rynku pieniężnego były skuteczne, jeśli chodzi o ich pierwotny cel, to znaczy zapobiegły panice i szybko doprowadziły do podjęcia normalnych funkcji przez mechanizm kredytowy, ale w następstwie stworzyły punkt wyjścia inflacji monetarnej. Dyskonto przez Bank Anglii weksli, podlegających moratorium stworzyło bowiem zupełnie nowy kontyngent kredytowy, widoczny w rachunkach Banku, jako wzrost pozycji „inne aktywa“, które wahając się od stycznia do lipca 1914 r. od £ 29,724,000 do £ 49,693,000, wzrosły na dzień 2 września na £ 121,821,000 i aż do końca roku nie opadły poniżej £ 104,000,000. Sposób, w jaki załatwiono kwestję tych weksli, wydaje się na pierwszy rzut oka dowodem niezwykłej odwagi finansowej. W rzeczywistości okazał się on pierwszym krokiem na śliskiej drodze inflacji, a z chwilą, kiedy kraj na nią wkracza, niemożność zapłaty zobowiązań, opartych o spadającą walutę, staje się coraz mniej prawdopodobną i przechodzi do rzędu wspomnień złotego wieku stałości monetarnej. Masowe stworzenie kredytu było łatwiejszem, aniżeli zreabsorbowanie powstałego stąd nadmiaru płynnych środków. Po ustaniu działalności pokojowej a przed rozpoczęciem gorączkowej pracy nad dostawami wojennymi obroty handlowe były w zastoju, podcięcie zaś wymiany międzynarodowej pozbawiło rynek akceptacyjny materiału, któryby mógł zatrudnić środki zwolnione przez sztuczne zlikwidowanie akceptów, znajdujących się w obiegu w dniu 2-im sierpnia 1914 r. Duże zakupy rządowe nie wpływały na zacieśnienie rynku, ponieważ były płacone gotówką a nie zwykłymi wekslami handlowymi. Stopa rynkowa oddaliła się w tych warunkach do zupełnie niezwykłej odległości od stopy bankowej. W tem miejscu

należy podkreślić jedną okoliczność o znaczeniu coprawda jedynym historycznym: chociaż w późniejszych latach niższa wartości wewnętrznej i zewnętrznej funta powodowana była głównie nadmiernymi emisjami Currency Notes, w omawianej chwili wpływ tych ostatnich jeszcze się nie dawał odczuwać. Aż do połowy roku 1915-go emisja Currency Notes była utrzymywana w zupełnie rozsądnych rozmiarach, nie przekraczała o więcej aniżeli £ 10,000,000 do £ 15,000,000 ilości złota nagromadzonego w Rachunku Wykupu, a co więcej rynek pieniężny nie był się jeszcze zorientował, w jak wysokim stopniu istnienie Currency Notes zmodyfikowało jego podstawy i jak daleko sięgają oparte na nich możliwości inflacji kredytowej.

Spadek stopy procentowej na rynku londyńskim był bezpośrednią przyczyną pierwszego niepokojącego odpływu złota. Kapitały zagraniczne opuszczały Londyn, ponieważ niska stopa, którą tam zarabiały, nie dawała im dostatecznej zachęty do pozostania. Po pierwszym spadku kursu dolara w lutym 1915 r. Bank starał się opanować sytuację przez przedwojenną metodę pożyczania pieniędzy na krótkie terminy. Okazało się jednakże, że problem stał się zbyt wielkim jak na tradycyjne metody, i rozwiązanie trudności nastąpiło znowuż, podobnie jak załagodzenie kryzysu w chwili wybuchu wojny, przy pomocy, i z inicjatywy rządowej. Od kwietnia 1915 r. Rząd począł absorbować nadmiar płynnych środków na rynku przez sprzedaż Treasury Bills, weksli skarbowych, ponad miarę potrzeb Skarbu, a w rozmiarach obliczonych na podniesienie stopy rynkowej do pożądanego poziomu. Weksle skarbowe skutkiem tego przeszły z nieco drugorzędnego miejsca, które zajmowały na rynku przed wojną, na miejsce główne, którego nie straciły po dziś dzień. Zmiana zasad, którymi Skarb się kierował przy sprzedaży swych weksli, doprowadziła w konsekwencji do zmiany samego systemu sprzedaży. Zamiast sprzedawać, jak dotychczas, określone ilości weksli co tydzień po stopie, którą ustalał sam rynek, przystępując do ich licytacji, Rząd ofiarował swe weksle na sprzedaż stałe, codziennie, w nieograniczonych ilościach, podług stopy

procentowej, ustalanej zgóry przez Kanclerza Skarbu¹. Fakt, że Rząd sprzedawał więcej weksli skarbowych aniżeli było koniecznem dla zaspokojenia jego potrzeb finansowych, bardzo jasno uwidocznia się w rachunkach Banku Anglii, gdyż fundusze wycofane z rynku pozostawały niewydane na rachunku państwa w Banku Centralnym. Pozycje „Rachunki bieżące publiczne“ i „Aktywa państwowe“ (czyli pożyczki udzielane przez Bank wprost państwu oraz jego inwestycje w papierach państwowych), wykazywały następujące charakterystyczne wahania w ciągu sześciu miesięcy przed i po wprowadzeniu systemu sprzedaży stałej weksli skarbowych:

Data	Rki bieżące państwowe	Aktywa państwowe
Październik 1914	£ 12,577,000	£ 11,969,000
24 marzec 1915	£ 92,049,000	£ 35,352,000
31 marzec 1915	£ 52,986,000	£ 31,287,000
Wrzesień 1915	£ 147,059,000	£ 53,158,000

Wzrost depozytów jest o tyle silniejszym od wzrostu pożyczek, iż wykazuje zupełnie oczywiście, że państwo pozyczało ponad swoje potrzeby i to wprost od publiczności a nie od Banku Anglii.

Zaabsorbowanie wszystkich kapitałów lokowanych na terminy ponad trzy miesiące przez państwo nie wyczerpywało całej interwencji rządowej na rynku. Działając na rzecz Skarbu, Bank poświęcił inną jeszcze zasadę swej polityki, uważaną dotychczas za bardzo podstawową, mianowicie rozpoczął przyjmowanie depozytów oprocentowanych. Kanclerz Skarbu ogłosił, że jest gotów przyjmować za pośrednictwem Banku pożyczki zwrotne w dowolnie krótkich okresach w nieograniczonych ilościach, płacąc za nie pewną, zgóry określoną stopę procentową. W początku roku

¹ Po raz pierwszy w kwietniu 1915 sprzedaż przerwana całkowicie 4 stycznia 1917 z powodu emisji pożyczki wojennej — ponowiona według systemu licytacji 30 marca 1917, obydwa systemy jednocześnie od 23 kwietnia 1917 do 18 lipca 1917, system stałej sprzedaży tylko, z przerwą na emisję „Victory Loan“ od 31 maja 1919 do 14 lipca 1919, aż do 11 kwietnia 1921, zatrzymany dłużej dla sprzedaży weksli skarbowych o płatności ponad trzy miesiące.

1916 pożyczki tego sui generis pieniądza dziennego były przyjmowane tylko od banków clearingowych, od stycznia 1917 objęto niemi również banki szkockie, kolonialne i londyńskie oddziały banków zagranicznych. System ten okazał się stosunkowo długotrwałym, przetrwał nawet samą wojnę i został porzucony dopiero w lipcu 1919 r. Pożyczki te, przechodząc przez rachunki Banku Anglii, powiększały bardzo znacznie jego aktywa zarówno jak i pasywa, ale dokładny sposób ich ujęcia rachunkowego nie został nigdy ujawniony, tak że wysiłki ekspertów, zmierzające do wyjaśnienia niektórych zagadkowych zmian w tygodniowych wykazach Banku, nie znajdują żadnego oficjalnego poparcia.

Rezultat osiągniętych w ten sposób zacieśnień rynku ujawniał się za każdym razem w natychmiastowych poprawach kursów dewiz i w ponownym napływie złota. Kwiecień, maj i lipiec 1915 wykazały bardzo wydatną przewyżkę dowozu złota z zagranicy do Banku nad jego wywozem, zupełnie wyraźnie pod wpływem zwiększonych sprzedaży weksli skarbowych, a taki sam efekt wywołało rozpoczęcie pożyczania pieniądza dziennego w styczniu, lutym i marcu 1916 roku. W obydwu wypadkach jednakże stan chwiejnej równowagi był osiągnięty sposobami zbyt sztucznymi, aby się okazać trwałym. Nie pozwalał na to pogarszający się stan finansów państwowych. Zamierzenia finansowe obliczone na potrzeby wojny, której zakończenia oczekiwano w ciągu sześciu miesięcy, były natychmiast przekraczane, dodatkowe kredyty budżetowe były wyczerpywane z chwilą uchwalenia. W ciągu pierwszych dwunastu miesięcy wojny emisje Currency Notes nie przekraczały rozmiarów uzasadnionych polityką koncentracji złota z obiegu, ale po praktycznym wypróbowaniu dobrego przyjęcia, z jakim się spotkały ze strony publiczności, pokusa użycia ich jako źródła dochodu dla państwa stała się zbyt silną.

Emisje długoterminowych pożyczek dla finansowania wojny nie zmniejszały bynajmniej inflacji, przeciwnie nawet raczej przyczyniały się do jej wzrostu. Równoległe z emisją Currency Notes odbywał się tu proces „stwarzania pie-

niądza przez pożyczanie go¹, tego dawnego i czcigodnego towarzysza każdej wojny, prowadzonej przez Anglię na kontynencie. Banki depozytowe zostały zmuszone przez rząd do zakupywania znacznych ilości pożyczek wojennych na własny rachunek, jak też i do udzielania hojnych pożyczek swym klientom, pragnącym je nabywać. Zwiększone cyfry ich bilansów z tych czasów dowodzą, że banki nie zrównoważyły tych nowych lokat zmniejszeniem dawnych, lecz że stwarzały nowe salda kredytowe, które wprawdzie musiały przenosić na rachunek Skarbu w Banku Anglii, ale które wkrótce otrzymywały z powrotem jako depozyty dostawców wojennych i innych sfer, korzystających z zwiększonych wypłat wojującego państwa. Banki depozytowe, chcąc utrzymać zwykły stan swego pogotowia kasowego, musiały zwiększać salda na swych rachunkach w Banku Anglii; ten ostatni jednakże, mając możliwość wypłacania ich nie własnymi banknotami ale Currency Notes, których emisja nie podlegała żadnym ograniczeniom, nie reagował na to osłabienie swego stosunku rezerwy w przedwojenny sposób i nie potrzebował przeciwstawiać się temu niezdrowemu napięciu kredytowemu.

Zwykle oznaki inflacji były częściowo pomijane pod wpływem konieczności wojennych, a częściowo były usuwane środkami czysto symptomatycznymi. Wzrost ogólnego poziomu cen należał do pierwszej kategorii. Drożyznę starano się zwalczać beznadziejnym środkiem oznaczania cen maksymalnych, ale myśl o użyciu mechanizmu monetarnego do tego samego celu była stanowczo odrzucana, o ile wogóle się pojawiała. Odpływ złota z kas Banku Anglii należał do drugiej kategorii — przez szereg drobnych szykan w wypłacaniu złota przy wymianie banknotów i przez utrudnianie asekurowania transportów złota zagranicę zmniejszano w praktyce zakres działania waluty złotej, chociaż w teorii jej nie ograniczano. Niedostateczność wysyłek złota i brak towarów, któreby mogły być wywożone na zasadach kalkulacji handlowej, utrudniały coraz więcej pokry-

¹ Andréadès, History of the Bank of England, p. 124, Macleod, Theory of Credit, pp. 478, 488.

wanie wzrastających zagranicznych dostaw wojennych. Ani ściąganie do Londynu płynnych kapitałów ani długoterminowe kredyty, zaciągane przez rząd angielski zagranicą, nie były w stanie utrzymać funta powyżej punktu wywozu złota, tak że nawet spadek tego ostatniego, skutkiem zwiększonych kosztów transportu i asekuracji znacznie poniżej jego poziomu przedwojennego, nie był w stanie zapewnić bezpieczeństwa coraz to zmniejszającym się zapasom złota.

Najważniejsza dewiza, kabel Nowy York, utrzymywał się powyżej przedwojennego punktu wywozu złota, wynoszącego około \$485, aż do stycznia 1915, odkąd zniżka kursu gwałtownie się zwiększyła. Już w ciągu lutego kurs opadł poniżej \$480, a pod koniec lipca wynosił 476⁵/₈. W ciągu sierpnia nastąpił dalszy silny spadek do 459¹/₂, pod koniec miesiąca, a nawet do 447 na 1 września. Ta ostatnia zniżka okazała się jednakże tylko chwilową, już w ciągu paru następnych dni kurs powrócił do poziomu ponad 470. Po ponownej zniżce w październiku do około 462¹/₂, interwencja Banku Anglii doprowadziła do podniesienia się kursu aż do 474³/₁₆ na koniec grudnia 1915 roku.

Interwencja Banku Anglii polegała, wobec niechęci sfer kierowniczych do wysyłania złota, na sprzedaży na rynku nowojorskim papierów amerykańskich, których bardzo znaczne portfele znajdowały się w rękach angielskich. Środek ten okazał się tak skutecznym, że Kanclerz Skarbu przejął całą akcję w swoje ręce, mianując w grudniu 1915 Komitet Dewizowy nazwany American Dollar Securities Committee, któremu poruczono zorganizowanie systematycznej stabilizacji kursów dewiz na cały przypuszczalny czas trwania wojny. Skarb państwa ogłosił swą gotowość do nabywania, względnie wypożyczania w naturze od obywateli angielskich, aljanckich i neutralnych, szeregu oznaczonych papierów amerykańskich, a kiedy ich podaż dobrowolna okazała się niewystarczająca, wprowadził szereg zarządzeń, którym sankcje podatkowe nadawały coraz więcej charakter przymusowych rek wizycyj¹. Środki uzyskane w ten

¹ Tak zwany „Scheme A” z 17 grudnia 1915, uchwały podatkowe Izby Gmin z 29 maja 1916, „Scheme B” z 12 sierpnia 1916, cztery roz-

sposób w Nowym Yorku posłużyły do stabilizowania kursu kabła na poziomie $\$4.767\frac{7}{16}$ od 6 stycznia 1916 do 20 marca 1919 r. Obok mobilizacji papierów amerykańskich przeprowadzono również na mniejszą skalę mobilizację pewnych papierów holenderskich, skandynawskich i francuskich, używając wpływów z ich sprzedaży wzgl. zastawu na interwencje na tych rynkach. O ogromie dokonanego w ten sposób wysiłku finansowego dają wyobrażenie cyfry, opublikowane przez American Dollar Securities Committee w sprawozdaniu wydanym w końcu roku 1919. Bank Anglii zakupił na własną rękę od lipca do grudnia 1915 papierów o wartości nominalnej £ 46,600,000, a ogólna wartość nominalna papierów, zakupionych od pierwszej z powyższych dat aż do 31 marca 1919, wyniosła £ 216,644,396, papierów zaś wypożyczonych £ 405,951,189.

Stabilizacja kursu dewizy nowojorskiej została używana w sposób znacznie mniej sztuczny, aniżeli by to się mogło wydawać na pierwszy rzut oka. Komitet dewizowy stawiał do dyspozycji importerów wypłatę na Nowy York po stałej cenie, ale w nieograniczonych ilościach, tak że cały popyt na nią, istniejący przy danej cenie, był zaspokojony. Postępowanie takie jest zasadniczo różne od usiłowań podejmowanych w różnych czasach przez państwa kontynentalne celem regulowania kursów dewiz rozporządzeniami administracyjnymi, a polegającymi na dzieleniu zapotrzebowania na dewizy na „uzasadnione“, przy którym transakcje dokonywane były notowane oficjalnie, i na zapotrzebowanie „nieuzasadnione“, które mogło być tylko albo niezaspokojone, albo też zaspokojone w drodze transakcji nielegalnych i ignorowanych przez sfery, kierujące polityką dewizową. Ustalenie kursu dewiz przez sprzedaż nieograniczonych jej ilości po stałej cenie zbliża się raczej, z punktu widzenia swobodnej gry podaży i popytu, do ustalania ceny srebra wobec złota w bimetalizmie. W obu tych wypadkach dochodzi do rzeczywistego, a nie tylko pozornego, jak przy ograniczeniach dewizowych na kontynentalną modłę, usta-

lenia się równowagi gospodarczej. Różnica wobec rynku, na którym niema kontrahenta o podaży wzgl. popycie nieograniczonym przy pewnej stałej cenie, jest jedynie ta, że do ustalenia równowagi dochodzi nie przez zmiany ceny, ale przez zmiany w wielkości podaży potrzebnej do zaspokojenia całego popytu istniejącego przy danej cenie.

Stabilizacja kursu dewiz przeprowadzona w ten sposób nie jest zasadniczo różna od funkcji rezerw złotych przy walucie złotej. Wywóz złota wywiera swój wpływ regulujący samoczynnie bilans płatniczy przez samo zaspokojenie części należności zagranicznych, ale co ważniejsze przez zmniejszenie ilości pieniądza w obiegu w kraju wywożącym złoto i przez zwiększenie w ten sposób parytetu siły nabywczej jego waluty. W warunkach normalnych oczywiście przedewszystkiem zmniejszył się całkiem automatycznie zapas pieniądza ustawowego, podczas gdy znacznie większe ograniczenie obiegu pieniądza kredytowego miało miejsce w wyniku polityki bankowej, świadomie opierającej się w swych zasadniczych posunięciach na międzynarodowych ruchach złota. Rezerwa walutowa stworzona przez rekwizycję i sprzedaż papierów amerykańskich z posiadania angielskiego miała jeden tylko z powyżej opisanych skutków, poprawiała bilans płatniczy Anglii przez bezpośrednie wyrównywanie zagranicznych należności. Ponieważ żaden obieg, czyto pieniądza ustawowego, czyto kredytowego nie opierał się na niej, zmniejszanie się jej nie mogło wywierać deflacyjnego wpływu, jaki automatycznie łączył się z odpływem złota z kas banku centralnego. Polityka Banku Anglii w tym wypadku dowiodła jednak, że, z początku przynajmniej, zupełnie właściwie oceniano gospodarcze podłoże wypadków. Zarówno Bank jak i Skarb reagowały na odpływ dewiz z tego zapasu takimi samymi posunięciami deflacyjnymi, jakby chodziło o odpływ złota. Chociaż zwykle wskaźniki potrzeby zwyżki stopy bankowej się nie pojawiały — złoto napływało dość stałym prądem, a wielkość i stosunek rezerwy, chociaż nie zadawalniające, były jednakże lepsze aniżeli w najgorszych pierwszych miesiącach 1915 roku, — Bank podniósł swą stopę z 5 na 6% w dniu 13 lipca 1916. Wobec przemożnego wpływu

wywieranego na rynek pieniężny przez sprzedaż weksli skarbowych po stałej cenie, koniecznym warunkiem skuteczności tego kroku było równoczesne podniesienie tej ostatniej. Skarb, mimo że krok taki oznaczał znaczne zwiększenie kosztu oprocentowania jego płynnego długu, uznał słuszność polityki banku i od 14 lipca podwyższył stopę trzechmiesięcznych weksli na $5\frac{1}{2}\%$ p. a. Jeden szczegół sytuacji ówczesnej zasługuje na podkreślenie. Półoficjalne komentarze, wychodzące ze sfer zbliżonych do Banku, wskazywały na spodziewaną zwyżkę stopy rynkowej w Nowym Yorku jako na bezpośredni motyw kroku Banku Anglii. Chociaż przewidywania te się nie sprawdziły, incydent ten jest charakterystyczny jako pierwszy objaw współzależności obu rynków, która w późniejszych latach miała dojść do tak wielkiego znaczenia.

Aż do końca roku 1916-go tradycyjne zasady zdrowej gospodarki finansowej były jeszcze dość ściśle przestrzegane, przynajmniej widoczne są wysiłki w tym kierunku. Sztuczność ochraniań zapasów złota przez rzucanie na rynek coraz to nowych ilości papierów, stanowiących część kapitału gospodarstwa społecznego, była żywo odczuwana. Rząd był dość dalekowzrocznym, aby zrezygnować z oszczędności, któreby dla niego przedstawiało pożyczanie po niższej stopie procentowej i zmniejszał płynność rynku pieniężnego, aby tylko zatrzymać zagraniczne kapitały w Londynie, pożyczając pieniądź krótkoterminowy nawet, jak poprzednio wspomiano, ponad swe bieżące potrzeby. Bank Anglii dokładał starań, aby utrzymać stopę rynkową w bliskości stopy bankowej. W tym celu nakłonił banki clearingowe do zawarcia umowy, obowiązującej je do stosowania minimalnych stawek przy pożyczaniu pieniądza dziennego, a w ostatnich miesiącach roku 1915 wciągnął do tej umowy również banki szkockie i oddziały banków zagranicznych. Gdy ten ostatni krok rzeczywiście ograniczył podaż pieniądza i rynek dyskontowy udał się do Banku Anglii o pomoc, zaszedł charakterystyczny incydent: Bank dał do zrozumienia, że nie będzie dyskontował weksli poniżej $5\frac{1}{2}\%$, chociaż oficjalnie pozostawił stopę na niezmiennym poziomie 5% . Wypadek ten stanowi dosadną ilustrację zasady zawsze wyznawanej

przez Bank Anglii, że oficjalna jego stopa stanowi tylko minimum, poniżej którego nie będzie dyskontował, ale że nie stanowi zobowiązania z jego strony nie żądania w konkretnych wypadkach wyższej ceny.

W pierwszych miesiącach roku 1917 nastąpiła zasadnicza zmiana polityki monetarnej i tymczasowe środki zaradcze nabrały cech stanu normalnego. Pomimo, że wszystkie zwykle wskaźniki, jak coraz to wzmagający się odpływ złota i zmniejszanie się rezerwy Banku Anglii, zupełnie wyraźnie wskazywały na konieczność przynajmniej zachowania dotychczasowej stopy 6-procentowej, obowiązującej od 13 lipca 1916, została ona obniżona na $5\frac{1}{2}\%$ 18 stycznia 1917 r. Jedynym wskaźnikiem, na jaki Bank mógł się powołać, motywując ten krok pół-oficjalnie, było spodziewane potanieńczenie pieniądza w Nowym Yorku. Wobec jednakże emitowania w ciągu lutego i marca Trzeciej Pożyczki Wojennej i dalszych sprzedaży coraz to większych ilości weksli skarbowych, trudno oprzeć się wrażeniu, że stworzenie taniego rynku dla pożyczek państwowych było głównym motywem tej co najmniej dziwnej polityki.

Zapas papierów amerykańskich w rękach Komitetu Dewizowego topniał coraz szybciej i gdyby nie prawie że nieograniczona pomoc kredytowa Stanów Zjednoczonych z chwilą ich przystąpienia do wojny w kwietniu 1918 r., zagrażająca ciągle katastrofa walutowa mogłaby się była lada chwila ziścić. Od tego momentu jednakże wszystkie dobre postanowienia zostały zapomniane. Mimo zupełnego braku warunków dla takiego kroku, Bank Anglii obniżył stopę dyskontową 5-go kwietnia 1917 r. do 5% . Banki depozytowe, które dotychczas utrzymywały swą stopę depozytową o półtora procent poniżej stopy oficjalnej, obniżyły ją do dwu procent poniżej stopy oficjalnej, bez żadnego sprzeciwu ze strony Banku Anglii.

Utrzymanie rynku pieniężnego w stanie tak płynnym, jak tego umieszczenie na nim pożyczek wojennych wymagało, było możliwem wobec spustoszeń, jakie wojna czyniła w kapitale realnym gospodarstwa społecznego, jedynie przy bezustannem kontynuowaniu inflacji. Skoro jednakże sprzeczność pomiędzy ideałem utrzymania niskiej ceny pieniądza

w kraju a ideałem wielkiego napływu zagranicznego kapitału coraz silniej się uwytatniała, Rząd zmienił swoją politykę pożyczania pieniądza dziennego od rynku. Stopa procentowa ofiarowana za te pożyczki, dotychczas zupełnie jednolita, została podzielona od 15 listopada 1917 na niższą stopę dla pieniędzy angielskich i na wyższą stopę dla pieniędzy zagranicznych, to jest dla pieniędzy zdeponowanych za pośrednictwem uznanej instytucji angielskiej przez klientów zagranicznych. Tę ostatnią stopę ustalono na $4\frac{1}{8}\%$ i pozostawiono ją na tym poziomie aż do chwili zupełnego zaprzestania tych operacji w październiku 1919 r., pomimo że stopniowe obniżanie stopy dla pieniędzy angielskich doprowadziło tę ostatnią już w lutym 1918 do poziomu 3% . Stosowanie tego podwójnego oprocentowania zostało słusznie potępione jako zwykły środek polityki monetarnej przez Komitet Lorda Cunliffe'a. Przez stosunkowo krótki, a całkiem nienormalny czas, przez który było stosowane, dało jednakże pewne dodatnie rezultaty i nie sprawiło większych zaburzeń na rynku. Sytuacja doznała jedynie pewnego skomplikowania skutkiem spadku franków: francuskiego, belgijskiego i liry włoskiej. Uprzywilejowanie depozytów tych krajów, zarabiających już na względnej wyższej funta, dawało im aż zanadto korzystne warunki, tak że od 8 stycznia 1919 zostały one zrównane pod względem oprocentowania z pieniędzmi angielskimi.

Pożyczanie przez państwo zarówno pieniądza dziennego jak i funduszy lokowanych na krótkie terminy w nieograniczonych ilościach, stworzyło ceny minimalne, poniżej których ceny panujące na rynku pieniężnym nie mogły opaść. Zmiany stopy dyskontowej Banku Anglii straciły zupełnie swe znaczenie pod tym względem, a trzy zmiany, których Bank przez te lata dokonał, wpłynęły na cenę pieniądza na rynku tylko dlatego, że rząd jednocześnie podwyższał względnie obniżał stopę, po jakiej sprzedawał weksle skarbowe. Jasnym jest wobec tego, że polityka dyskontowa banku, w przedwojennym znaczeniu tego wyrazu, zanikła zupełnie. Bank w tych latach działał jako mniej lub więcej bierne narzędzie w rękach Skarbu, przyznając kredyty, których ten ostatni żądał, zachowując jedynie swoje przy-

wileje życzliwego krytyka, doradzającego Rządowi kroczenie wąską ścieżką cnoty finansowej¹. Jego przodownictwo na rynku pieniężnym było jednakże, wyrażając się oględnie, co najmniej w stanie letargu.

¹ Stan rzeczy ilustruje w doskonałym skrócie następująca wymiana listów między Rządem a Bankiem :

List Kanclerza Szachownicy do Banku Anglji z dn. 16. IX. 1919:

I am to request that you will move your Court to consent to advance during the quarter ending the 31st December 1919 such amounts as may from time to time be required for the Public Service at such rates of interest as may from time to time be agreed.

I would propose that the arrangements set out in the second paragraph of my predecessor's letter of the 5th January 1918 should again apply to any advances made by the Bank during the quarter in response to this request.

List Banku Anglji do Kanclerza Szachownicy z dn. 22. IX. 1919:

We beg to inform you that your letter of the 16th instant was laid before the Court of Directors at their last meeting, and that they agreed to advance during the quarter ending the 31st December such amounts as may from time to time be required for the Public Service at such rates of interest as may from time to time be agreed.

The arrangements set out in the second paragraph of your predecessors letter of the 5th January 1918, again apply to the advances made by the Bank during the ensuing quarter.

The Court, however, desire us to draw your attention both to the amount and the duration of the Advances, which for the past two years have in effect to a large extent partaken of the nature of a continuous loan; and again to express the earnest hope that such loans may hereafter be obtained from the public, and the Advances from the Bank once more confined to the temporary requirements of the Treasury which it has long been the Bank's privilege and pleasure to furnish.

ROZDZIAŁ TRZECI.

Papierowy funt sterling.

„Irène était d'une lignée de banquiers-orfèvres, marchands de lingots. Lewis était de la génération qui ne croit qu'aux placements industriels, n'a jamais vu d'or, méprise les banques de dépôts et les dépôts eux-mêmes“.

Paul Morand, Lewis et Irène, str. 222.

Dzień 20 marca 1919, w którym zaprzestano sprzedaży wypłaty na Nowy York z zapasów stworzonych przez American Dollar Securities Committee, stanowi granicę pomiędzy okresem finansowania wojny a długimi latami powrotu do waluty złotej. Nieograniczona emisja Currency Notes doprowadziła do ogólnej wyżki cen, płac i kosztów produkcji, tak że z chwilą zaprzestania utrzymywania kursu funta na poziomie, nie odpowiadającym jego parytetowi siły kupna, Anglja znalazła się w obliczu braku towarów eksportowych, których ceny umożliwiałyby ich wywóz w ilościach dostatecznych do zapłacenia za import, zwiększony jeszcze skutkiem spustoszeń poczynionych przez wojnę w zapasach kapitału realnego. Blokada łodziami podwodnymi wprawdzie nie ogołociła kraju z żywności, ale stanowiła najskuteczniejszy, prawie że od natury dany środek ochrony zapasów złota Banku Anglji; zwiększenie bowiem kosztów ubezpieczenia obniżyło punkt wywozu złota tak dalece, że stabilizacja kursu dolara na poziomie $\$476\frac{7}{16}$, a więc przeszło o ośm i pół punktu poniżej przedwojennego dolnego

punktu złotego, zapobiegała powstaniu zysku arbitrażowego przy wywozie złota. Wielkie ilości dewiz, które musiały być stale rzucane na rynek dla utrzymania powyższego kursu, wskazywały wprawdzie zupełnie jasno na istnienie spadku międzynarodowej siły kupna funta, ale nie dawały żadnej miary co do przypuszczalnego rozmiaru tej deprecjacji. Zdaje się, że spadek kursu funta, który nastąpił natychmiast po zaprzestaniu interwencji dewizowych, przekroczył przewidywania nawet bardzo pesymistyczne. Tymczasowy raport Komitetu dla Waluty i Kursów Dewiz po Wojnie pod przewodnictwem Lorda Cunliffe'a z 15 sierpnia 1918, przyznając fakt spadku siły kupna funta, mówi o „some depreciation“, a więc z pewnością nie o zjawisku tej miary, jaka się wkrótce okazała. W ciągu jednego tygodnia kurs funta opadł do poprzednio niespotykanego poziomu \$4·50, co wobec odpadnięcia niebezpieczeństw wojennych transportu morskiego dawało już bardzo znaczny zysk przy wywozie złota z Banku. Celem ratowania zapasów Banku, w obliczu niemożności radykalnej i dostatecznie szybkiej zmiany poziomu cen, Rząd zdecydował się na rozpaczliwy krok, mianowicie w dniu 28 marca 1919 rozporządzenie Kanclerza Skarbu, oparte na Ustawie Celnej z r. 1879 i zatwierdzone przez Rozporządzenie Rady Ministrów, zakazało wywozu złota w monetach i sztabach bez zezwolenia Skarbu. Rozporządzenie to zostało potwierdzone 23 grudnia 1920 roku ustawą o „kontroli wywozu złota i srebra w monetach i sztabach i zakazującą stapiania i innych niewłaściwych użytków monet złotych i srebrnych“¹, która ponowiła zakaz wprowadzony najpierw przez Defense of the Realm Act wytapiania złota z monet i wogóle używania monet złotych do celów niepieniężnych.

Bank Anglii pozostał i nadal obowiązany do zakupywania wszelkich zaofiarowanych ilości złota po cenie sh. 77/9 i do sprzedawania go po cenie sh. 77/10 i 1/2 za uncję próby 11/12. Z chwilą jednakże wprowadzenia zakazu wywozu złota to ostatnie zobowiązanie nie przedstawiało żadnego

¹ 10 & 11, Geo. V, Cap. 70. Ograniczenia wywozu srebra zostały zniesione już 8 lutego 1921.

praktycznego znaczenia. Złoto podjęte z Banku mogło służyć jedynie do tezauryzacji, ponieważ użycie go „in the arts“ jako surowca do celów przemysłowych, zarówno jak i wywiezienie go w celach arbitrażowych, wobec pewnej odmowy zezwolenia eksportowego, były niemożliwe.

Ustawowa cena nabycia złota przez Bank stanowiła podstawę omawianej poprzednio umowy nabycia przez ten ostatni całkowitej produkcji złota transwalskiego. Dopóki kurs dolara był utrzymywany na stałym poziomie w stosunku do funta angielskiego, układ ten, połączony z utrzymywaniem parytetu funta południowo afrykańskiego z funtem angielskim, dawał producentom złota cenę za ich produkt stałą w dolarach i niewiele tylko niższą od tej, którąby mogli uzyskać, sprzedając złoto wprost w Nowym Yorku lub w Indjach. Z chwilą jednakże ujawnienia kursowego spadku funta angielskiego, a z nim i funta południowo-afrykańskiego, pojawiło się silne agio złota eksportowego w stosunku do funta i do złota bez pozwolenia wywozu. *Damnum emergens* producentów pozbawionych prawnie dostępu do rynków, ofiarujących najwyższe ceny za ich towar, stało się czynnikiem przeważającym korzyści z utrzymywania parytetu obydwu funtów, a również *lucrum cessans*, płynące z podnoszenia się kosztów produkcji skutkiem wzrostu drożyzny w Transwalu, wpływało na ograniczenie rentowności kopalń i, co zatem idzie, na ograniczenie produkcji. W tym stanie rzeczy interesy, reprezentujące kopalnictwo złota, wystąpiły z stanowczym żądaniem przywrócenia wolnego rynku złota. Życzeniom tym uczyniono zadość w tej formie, że Bank Anglii zwolnił producentów złota od 12 września 1919 z ich dotychczasowej umowy i zawarł z nimi nowy układ, połączony z umową tych ostatnich z N. M. Rothschild & Sons, który odtąd miał występować w Londynie jako sprzedawca całej produkcji transwalskiej¹. Każdy transport, nadchodzący do Londynu, był sprzedawany N. M. Rothschildowi po dawnej cenie Sh. 77/9

¹ Umowa z Bankiem Anglii opublikowana w XXX Annual Report of the Transvaal Chamber of Mines za rok 1919, szczegóły podane w W. A. Brown, England and the New Gold Standard, str. 37 ss.

za uncję próby 11/12, a po przerafinowaniu ofiarowany w drodze licytacji brokerom londyńskim, występującym w imieniu kupujących. Ilości złota przez tych ostatnich nierozebrane były wysyłane do Nowego Yorku, gdzie mennica Stanów Zjednoczonych była zobowiązana ustawowo do zakupywania wszelkich ilości zaofiarowanego złota po \$ 20·67183 za uncję czystego złota. Ponieważ ta ostatnia cena wzrastała wraz z spadkiem funta wobec dolara, powstawało stąd agio, z którego N. M. Rothschild & Sons składali co trzy miesiące obrachunek producentom transwalskim. Chociaż na wywóz złota potrzeba było indywidualnych pozwoleń, to jednak, aby umożliwić funkcjonowanie powyższego systemu, Bank Anglii zobowiązywał się uzyskać potrzebne zezwolenie na każdą partję złota niesprzedaną w Londynie w ciągu pięciu tygodni po jej przybyciu z Transwalu. Powyższy system sprzedaży, mimo że nieco skomplikowany i w ciekawy sposób zaczepiony o pośrednią sprzedaż po dawnej ustawowej cenie złota, okazał się w praktyce tak wygodnym dla wszystkich stron zainteresowanych, że ustawa o kontroli wywozu złota z grudnia 1920 nadała jego zasadom sankcję prawną, dozwalając na wywóz bez żadnych ograniczeń złota przywożonego do Anglii a wyprodukowanego w jakiegokolwiek części Imperjum Brytyjskiego.

Na odrodzonym w ten sposób londyńskim rynku złota sposób tworzenia się ceny był jednakże zgoła innym od mechanizmu przedwojennego. Ustawowo określona oferta na złoto ze strony Banku Anglii w wysokości siedemdziesięciu siedmiu szylingów papierowych i dziewięciu pensów za uncję złota próby 11/12-ych, która przed wojną stanowiła dolną granicę wahań ceny złota, utraciła wszelkie znaczenie praktyczne. Wobec bowiem obowiązku mennicy Stanów Zjednoczonych do przyjmowania uncji złota czystego za dwadzieścia z ułamkiem dolarów złotych, powstała nowa cena minimalna, wynikająca z przeliczenia powyższej sumy dolarów po zmiennym kursie dziennym na funty i odjęcia od wyniku kosztów asekuracji i transportu złota do Nowego Yorku. W ustroju monetarnym angielskim nie było żadnego hamulca, któryby mógł powstrzymać wzrost tego minimum. Chociaż Bank Anglii był nadal zobowiązany do

sprzedawania złota w zamian za swoje noty jak też i za Currency Notes, to jednak nie był zobowiązany do udzielania licencji na jego wywóz, wobec czego, jak już zaznaczono, praktycznie rzecz biorąc był on zwolnionym od obowiązku dostarczania złota na potrzeby arbitrażu dewizowego. Co stanowiło górną granicę wahań ceny złota w tych latach, trudno powiedzieć. Zapewne najtańszym sposobem zakupu złota z źródeł konkurencyjnych było uzyskanie go od Banków Federalnych w Stanach Zjednoczonych w zamian za dolary. Kwestja maksymalnej granicy ceny ma jednakże bardzo małe znaczenie, ponieważ przez cały omawiany okres wielu odbiorcy złota, przede wszystkim Indje, mogły zaspokoić swoje zapotrzebowanie w Londynie, ofiarując cenę wyższą o ułamek pensa jedynie od minimalnej ceny opartej o kurs dolara.

Rynek złota w Londynie pracował, z punktu widzenia notowań ceny w funtach, na podstawie ruchomych punktów złotych, ustalonych w stosunku do kursu dolara. Bank Anglii był z niego jednakże zupełnie wykluczony, to też od połowy września 1919 jego zapas złota zamarza na raz uzyskanym poziomie. Jedyne dwie większe zmiany mają zupełnie szczególne powody, niezwiązane z sytuacją na rynku dewizowym. Pomiędzy 3 grudnia 1919 a 28 lipca 1920 zapas złota wzrasta o mniejwięcej £ 35,000,000 skutkiem przeniesienia do Banku Anglii zapasów złota utrzymywanych dotychczas przez banki depozytowe w własnych skarbcach. Przeniesienie to odbywa się w trzech zupełnie wyraźnych okresach, spowodowanych podobno tem, że Bank Anglii przejął najpierw zapas złota banków angielskich, następnie szkockich i kolonialnych, a wkońcu dopiero wszystkich innych. Powyższe wzmocnienie rezerw Banku centralnego było zalecone przez Komitet Lorda Cunliffe'a, i było dokonane pod oczywistą presją władz. Banki, godząc się na nie, dały dowód dużej solidarności państwowej, ponosiły tu bowiem znaczną ofiarę. Jeśli nawet cały ich zapas złota nie mógł być sprzedanym na eksport z agiem pięćdziesięcioprocentowym, wobec niemożności uzyskania zezwolenia na wywóz, to jednak istniała zawsze nadzieja, że w chwili przywrócenia zupełnie wolnego rynku złota agio jeszcze będzie

istniało, a w każdym razie część zapasu, składająca się z sztab złotych, mogła być od razu sprzedaną na rynku „for use in the arts“ na pokrycie zapotrzebowania przemysłowego tego metalu. Większa zmiana w zapasie złota występuje dalej w lipcu 1922, kiedy Rząd przeznaczył £ 1,000,000 złota z zapasów Banku i £ 1,500,000 złota z Rachunku Wykupu Currency Notes na wysyłkę do Nowego Yorku w związku z bardzo znacznymi spłatami wobec skarbu Stanów Zjednoczonych z tytułu zaciągniętych w czasie wojny długów. Od tego czasu i aż do powrotu do złota w r. 1925 zapas złota w Banku nie wykazywał żadnych ruchów, zmiany z tygodnia na tydzień całkiem tylko wyjątkowo dochodziły do skromnej cyfry £ 100,000. Jedynym ruchem, który daje się zauważyć, jest pewien bardzo powolny ale stały wzrost, pochodzący z likwidacji drobnych prywatnych zapasów tezauryzacyjnych za pośrednictwem banków depozytowych, które, zgodnie z życzeniami Skarbu, wpłacały do Banku wszelkie ilości złota, składane w ich kasach przez klientów.

Ostateczny raport Komitetu Lorda Cunliffe'a, ogłoszony 13 grudnia 1919, zalecał wprowadzenie granicy maksymalnej emisji Currency Notes niepokrytej złotem ani notami Banku Anglii i to w tej formie, aby największy faktyczny obieg niepokryty w ciągu każdego roku stawał się automatycznie granicą maksymalną na rok następny. Rozporządzenie Kanclerza Skarbu wydane w dwa dni później wprowadziło tę zasadę w życie, określając jednocześnie sumę £ 320,600,000, powstałą z zaokrąglenia faktycznego maksimum emisji w roku 1919 w wysokości £ 320,608,289/10/ — jako maksimum emisji niepokrytej złotem ani biletami Banku Anglii na rok 1920. Nowa struktura prawna waluty angielskiej utworzona w ten sposób stanowi najgłębszą zmianę pozostawioną w ustroju finansowym kraju przez wojnę. Ograniczenie maksimum emisji w drodze rozporządzenia Kanclerza Skarbu zostało nazwane przez Cannan'a „jednym z najważniejszych posunięć w historii monetarnej świata“¹, natomiast w prasie finansowej spotkało się z raczej lekceważącym przyjęciem. Lekceważenie to nie zdaje się być uzasadnionem. Rozpo-

¹ Cannan, Edw. Money, str. 100—102.

rzządzenie Skarbowe nie posiada oczywiście tej samej powagi i stałości co Bank-Act Peel'a, ale od chwili wejścia w życie Currency Notes Act, Kanclerz Skarbu uzyskał prawo czasowego przynajmniej zawieszania ograniczeń emisji banknotów ustalonych przez ten pierwszy. Pod względem prawnym więc obydwie emisje były narażone w równym stopniu na zakusy inflacyjne Skarbu, nawet jeśli doświadczenie okresu wojennego wskazywało na tendencję Skarbu do chronienia prestige'u Banku Anglii przez przetrzymywanie nieortodoksyjnego finansowania wydatków państwowych na Rachunek Wykupu Currency Notes.

Określenie maksimum emisji Currency Notes stworzyło system walutowy różny od płynnego mechanizmu monetarnego z czasu wojny, ale również bardzo różny od ustroju przedwojennego. Przed wojną ilość banknotów pozostawionych w rezerwie Wydziału Bankowego Banku Anglii — wraz z drobną ilością monet złotych trzymany w Wydziale Bankowym na potrzeby kasowe — była ostateczną rezerwą prawnych środków płatniczych. W nowym ustroju maksymalna ilość ustawowych środków płatniczych, które mogły być puszczane w obieg w granicach prawnie określonych, obejmowała nie tylko rezerwę Banku Anglii, ale również różnicę między faktycznym obiegiem niepokrytym Currency Notes a maksimum obiegu niepokrytego ustalonym na dany rok. Bank Act z r. 1844, Currency & Bank Notes Act z r. 1914 i Rozporządzenia Kanclerza Szachownicy z 15 grudnia 1919 w łącznym efekcie ustaliły nadrzędność emisji Banku nad emisją Currency Notes, ponieważ Currency Notes mogły być emitowane w dowolnych ilościach, o ile na pokrycie ich Bank umieszczał własne banknoty w Rachunku Wykupu Currency Notes (ograniczenie emisji odnosiło się do Currency Notes niepokrytych ani złotem ani w ten właśnie sposób), ale Bank nie mógł powiększać swojej emisji na podstawie Currency Notes zatrzymywanych w jego kasach. Przed wojną przywiązywano wielką wagę nie tylko do zmian rezerwy spowodowanych importem i eksportem złota, które, odbijając się na zapasie złota w banku, odzwierciedlały się w wzroście lub spadku emisji not, ale również do zmian spowodowanych odpływem lub przyływem banknotów

z obiegu wewnętrznego. Intencją Komitetu Lorda Cunliffe'a było, zupełnie oczywiście, takie ułożenie stosunków, aby zwiększanie się lub zmniejszanie obiegu Currency Notes wywoływało taki sam wpływ na politykę Banku, jak odpowiednie zmiany w obiegu jego własnych banknotów¹. Można żałować, że ani komitet Cunliffe'a nie zalecił, ani też Kanclerz Skarbu nie zastosował środków celem dalszego, rachunkowego uwidocznienia tych stosunków zależności, lecz że pozostawił i nadal różny sposób ujęcia buchalteryjnego rezerwy emisji w wykazach tygodniowych Banku i w Rachunku Wykupu Currency Notes. Bilety Banku są stale emitowane do maksymalnej granicy emisji, a ilości nie puszczane w obieg są namacalnie widoczne w wykazie Wydziału Bankowego, podczas gdy Rachunek Wykupu Currency Notes wykazuje tylko ich ilość, faktycznie znajdującą się w rękach publiczności, a dla wyliczenia istniejącej w danej chwili rezerwy emisyjnej należy odjąć obieg niepokryty w danej chwili od maksimum obiegu niepokrytego ustalonego na dany rok, lub, co na to samo wyjdzie, należy odjąć całkowity obieg Currency Notes od sumy złota i banknotów z Rachunku Wykupu i maksymalnej granicy emisji niepokrytej. Pożądanym rezultatem mógł być uzyskany np. w ten sposób, że Currency Notes byłyby emitowane stale do najwyższej granicy dopuszczalnej według ustalonego maksimum emisji niepokrytej, a sztuki niepuszczone w obieg byłyby zatrzymywane w Wydziale Bankowym Banku Anglii, gdzieby się uwidaczały obok pozycji „banknotów“ oraz „monet złotych i srebrnych“. Układ taki byłby zupełnie zgodny z istniejącym stanem prawno-administracyjnym, a byłby silnie uwidoczniał, że z punktu widzenia rezerw płynności gospodarstwa społecznego jest obojętnym, w której z obu emisji zachodzi zmiana. Tak jak stosunki się ułożyły, zmiany w rozmiarach obiegu Currency Notes były śledzone tylko z miernym zainteresowaniem, a dopiero z chwilą

¹ Raport tymczasowy, par. 43: „The effect of this arrangement would be that the demands for new currency would operate in the normal way to reduce the reserve in the Banking Department at the Bank of England, which would have to be restored by raising money rates and encouraging gold imports“.

dojścia ich obiegu niepokrytego do maksymalnej granicy, kiedy nagły wstrząs przerzucił napór rynku na rezerwę Banku Anglii, symptomatyczne znaczenie zjawiska uświadamiało w całej pełni istnienie napięcia kredytowego.

Pozostawienie, choćby na czas przejściowy, tak bardzo znacznego obiegu niepokrytego prawnego środka płatniczego, wydaje się w pierwszej chwili niebezpieczną innowacją. W rzeczywistości, Komitet Cunliffe'a, proponując swój system stopniowego i powolnego zmniejszania emisji niepokrytej, rozumował zupełnie zgodnie z założeniami Actu Peel'a. Bank Act odbiegł od bardzo ścisłego sformułowania poglądów na emisję banknotów głoszonych przez Currency School, przez przyznanie możliwości obiegu £ 14,000,000 biletów niepokrytych złotem, ale ograniczając ściśle rozmiar emisji, stworzył równie czuły wskaźnik zbliżania się napięcia kredytowego. Bank Act nie opierał się na istnieniu procentowego pokrycia obiegających biletów złotem¹, ale na stworzeniu stałej rezerwy pieniądza ustawowego, do którego gospodarstwo społeczne musiało dostosowywać rozmiar swoich obrotów. Komitet Lorda Cunliffe'a, opierając się na przyzwyczajeniu publiczności do używania pieniądza papierowego, i w konsekwencji zalecając usunięcie złota jako środka obiegowego, słusznie uznał, że dla bezpieczeństwa waluty jest obojętnem, czy obiegające bilety są pokryte w całości, czy tylko w pewnym stosunku złotem, tak długo, jak istniejące instytucje prawne zapewniają w dostatecznej mierze automatyczne kurczenie się obiegu pod wpływem arbitrażu międzynarodowego, zmniejszającego zapasy tego metalu. Sir Robert Peel, określając kontyngent emisji niepokrytej, mógł się oprzeć na doświadczeniach przeszłości. Komitet Lorda Cunliffe'a, przygotowując swoje sprawozdanie wśród zawieruchy wojennej przed zwolnieniem kursu funta z pod opieki urzędowej, nie mogąc posługiwać się żadnymi precedensami, proponował środek, który w myśl jego koncepcji miał być więcej mechanizmem do śledzenia

¹ Sir Robert Peel przyjął cyfrę £ 14,000,000 na podstawie statystyk obiegu od r. 1800, które wykazywały, że obieg faktyczny nigdy nie spadał poniżej tej cyfry, że więc nawet w razie paniki można było liczyć na pozostanie takiej ilości banknotów w rękach publiczności.

biegu wypadków, aniżeli usiłowaniem celowego kierowania niemi. Dalszy rozwój emisji dowiódł, że istotnie nadmiar środków obiegowych nie był aż tak wielkim, jak to w pewnych sferach przypuszczano.

Proponowany system ograniczania maksimum emisji miał wywoływać pewien efekt deflacyjny, w tem znaczeniu, że obieg w żadnym roku nie mógł przekroczyć obiegu maksymalnego roku poprzedniego, że więc wszelkie zdobycze deflacji, poczynione w ciągu poszczególnego roku, musiały już pozostać zdobyczami stałemi. W rzeczywistości jednakże stosunki ułożyły się tak, że deflacja w ciągu pewnego roku zmniejszała poważnie granice emisji nie w roku najbliższym, ale dopiero w roku następnym. Ponieważ bowiem emisja osiąga najwyższego napięcia w samym końcu roku, i kurczy się do normalnego rozmiaru przez pierwsze trzy tygodnie roku następnego, pierwszy tydzień stycznia wykazuje prawie zawsze największą emisję niepokrytą, która też staje się granicą maksymalną na rok następny. Przy istnieniu mniejwięcej jednolitego „trendu“ deflacyjnego, maksimum emisji na każdy rok było więc określane nie przez stosunkowo niskie cyfry obiegu w ostatnich tygodniach przed jego rozpoczęciem, ale przez stosunkowo wysokie cyfry z przed blisko dwunastu miesięcy. Jednakże, nawet uwzględniając powyższą okoliczność, spadek granicy emisji nie był stosunkowo wielki. Pierwsze stadja deflacji w r. 1920 wynikały raczej ze zwolnienia tempa obiegu pieniądza, aniżeli ze zmniejszenia jego ilości. Dopiero zmniejszony obieg faktyczny w latach 1921 i 1922 obniżył granice prawne obiegu w latach 1923 i 1924, a od tego czasu zmiany były już całkiem nieznaczne. Przez cały czas istnienia niezależnej emisji Currency Notes granica obiegu niepokrytego spadła z £ 320,600,000 w r. 1920 na £ 244,935,000 w r. 1928 (ostatnim roku przed połączeniem obu emisji) więc tylko o 23·6%.

Wszelkie porównania ilości pieniądza w obiegu w Anglii przed i po wojnie są ogromnie niedokładne, dzięki brakowi pewnych danych co do ilości złota w obiegu¹. Tymczasowy

¹ P. co do różnych ocen statystycznych, Kirkaldy, l. cit., str. 37 ss.

raport Komitetu Cunliffe'a ocenia ilość monet złotych w obiegu i w kasach banków (z wyłączeniem monet złotych w Wydziale Emisyjnym Banku Anglii) na £ 123.000.000. Przeciętny obieg biletów Banku Anglii, innych Banków emisyjnych angielskich i banków szkockich i irlandzkich (to znaczy biletów w rękę publiczności) wynosił w grudniu 1913 około £ 46,000,000. Ogólna więc ilość pieniądza ustawowego, obiegającego w Wielkiej Brytanji w końcu roku 1913-go, wynosiła około £ 169,000,000. W grudniu 1925, to jest w końcu roku, w którym Anglja powróciła do waluty złotej, składniki obiegu pieniężnego zmieniły się zasadniczo. Można przyjąć bez obawy wielkiej pomyłki, że w tym czasie już cała ilość złota, znajdująca się w obiegu przed wojną, została z obiegu wypompowana. Na jego miejsce wstąpiła emisja Currency Notes, wynosząca na 30 grudnia 1925 w okrągłych cyfrach £ 297,000,000, podczas gdy przeciętna emisja Banku Anglii i banków szkockich i irlandzkich wynosiła równocześnie £ 122,000,000 (banknoty w rękę publiczności, to jest przy Banku Anglii cała emisja po potrąceniu biletów w Wydziale Bankowym i w Rachunku Wykupu Currency Notes), wobec czego całkowity obieg pieniądza ustawowego w końcu roku 1925 wynosił około £ 419,000,000. Ilość pieniądza w obiegu wzrosła skutkiem tego o okrągłe £ 250,000,000, co stanowi skok zupełnie zagadkowy. Zwyżka ogólnego poziomu cen około sześćdziesiąt procent usprawiedliwiałaby tylko wzrost obiegu pieniądza o około £ 100,000,000. Wzrost jednakże obiegu o dalsze £ 150,000,000 jest zjawiskiem trudnem do wytłumaczenia. Jest oczywiście możliwem, że przed wojną ilość złota w obiegu była znacznie większą, ale trudno jest przypuścić, aby Komitet Cunliffe'a był ją niedocenił aż o połowę. Pieniądz kredytowy wzrastał, co najdziwniejsza, prawie że dokładnie w tym samym stosunku co pieniądz ustawowy. W końcu r. 1913 ogólne zobowiązania banków angielskich z tytułu depozytów i rachunków bieżących wynosiły £ 1,065,762,000, co przy obiegu £ 169,000,000 daje stosunek 6:3 do 1. W końcu roku 1925 zobowiązania banków wynosiły £ 2,764,675,000, obieg pieniężny £ 419,000,000, czyli sto-

sunek 6:6 do 1¹. Stałość tej cyfry jest uderzająca. Ponieważ strona towarowa równania monetarnego nie może dać tu żadnego wyjaśnienia (index produkcji opracowany przez Cambridge and London Economic Service wskazuje na poziom produkcji poniżej, ale w żadnym razie nie powyżej poziomu przedwojennego), jedynym sposobem ratowania kwantytatywnej teorii pieniądza jest doszukiwanie się zmian po stronie szybkości obiegu. Dużą rolę mogą tu odgrywać zmiany w rozdziale dochodu społecznego. W latach powojennych stanowczo zwiększył się udział w dochodzie społecznym klas uboższych, nieposiadających rachunków w bankach, na niekorzyść klas bogatszych, prowadzących kasowość czekową. W wyniku tej zmiany przeważna część zwiększonego obiegu pieniężnego odnosiłaby się do klas, które muszą utrzymywać wyższe zapasy kasowe w stosunku do swej konsumpcji, a których oszczędności przybierają raczej formę tezauryzacji gotówki, aniżeli lokowania oszczędności w bankach. Również może tu odgrywać dużą rolę zmiana napozór obojętnych przyzwyczajzeń monetarnych; większa łatwość przechowywania pieniądza papierowego aniżeli pieniądza złotego może powodować utrzymywanie większych indywidualnych zapasów kasowych w gospodarstwach domowych, co w sumie dawałoby bardzo poważne wyniki. Ostatnim czynnikiem, który może choćby częściowo wytłumaczyć znaczny wzrost obiegu pieniądza papierowego, jest ewentualne zmniejszenie obiegu pieniądza zdawkowego srebrnego. Ścisłe dane są tu nie do osiągnięcia, ponieważ zupełnie brakuje wiarogodnych ocen ilości srebra w obiegu w obu omawianych okresach. Zmniejszanie się obiegu srebra w drobnych jednostkach uprawdopodobnia jednakże analogja z Rachunkiem Wykupu Currency Notes, który wykazuje, że wraz z wzrostem poziomu cen rośnie proporcja odcinków po jednym funcie, a zmniej-

¹ Dane z The Bankers Magazine, artykuł The progress of Banking in 1913, id. in 1925. W obydwu wypadkach suma depozytów podana jest bez depozytów w Banku Anglii. W r. 1913 statystyka obejmuje 72 banki, w r. 1925 skutkiem ruchu koncentracji w bankowości tylko 52, co może tłumaczyć nieco większy wzrost depozytów aniżeli obiegu pieniężnego.

sza się proporcja odcinków po dziesięć szylingów. W podobny sposób zwiększenie użyteczności większych jednostek pieniężnych i konieczność posiadania stosunkowo większych ich zapasów mogła być doprowadzić do częściowego wyparcia z obiegu monet srebrnych przez Currency Notes. O ile zjawisko takie miało miejsce, to oczywiście mogło ono jedynie osłabić zaznaczone tendencje, ale w żadnym razie ich całkowicie nie zneutralizować. W każdym razie, używając terminologii Irvinga Fisher'a, przeciętna szybkość obiegu jednostki pieniądza spadła, względnie, używając terminologii Cannana i Misesa, wzrosła użyteczność krańcowa jednostki pieniądza, powodując utrzymywanie zwiększonych zapasów kasowych.

Zwiększenie niepokrytego kontyngentu emisyjnego Banku Anglii, które przed wojną byłoby wywołało nieskończone dyskusje i komentarze, przeszło prawie niepostrzeżenie w tych latach myślenia w milionach: po wygaśnięciu ostatniego prywatnego prawa emisji w Anglii w lutym 1921 r.¹ Bank skorzystał z przysługującego mu na mocy Actu Peel'a prawa do przejęcia $\frac{2}{3}$ wszystkich praw emisji przypadłych od czasu ostatniego podwyższenia jego niepokrytej emisji. Bank uzyskał 13 lutego 1923 upoważnienie Kanclerza Skarbu do podniesienia swej emisji niepokrytej o £ 1,300,000, przez co ostateczny kontyngent z mocy Bank Actu doszedł do wysokości £ 19,750,000. W porównaniu z cyframi wykazu Banku, przeszło trzy razy większymi od ich poziomu przedwojennego, wzrost ten wydaje się małym, zwłaszcza w porównaniu z ogromną ilością Currency Notes, i ma większe znaczenie dla rentowności Banku, aniżeli dla jego polityki kredytowej i ogólnej sytuacji walutowej. Bank skorzystał z tego upoważnienia dopiero 5 sierpnia 1925, przy czym wszystkie banknoty emitowane na tej podstawie zostały przeniesione do Rachunku Wykupu Currency Notes, co umożliwiło dalszą emisję tych ostatnich bez zmniejszania rezerwy biletów w Wydziale Bankowym.

Organizacja Banku Anglii uległa w tym okresie kilku

¹ Wellington-Somerset Bank—Fox, Fowler & Co przez fuzję z Lloyds Bank Ltd.

zmianom. Urząd Gubernatora Banku przestał być nadawany na podstawie dwuletniego turnusu, a stał się prawie dożywotnim zaszczytem. Stanowisko to było opróżnione tylko dwa razy od roku 1914, przez śmierć Lorda Cunliffe'a w r. 1919, który zajmował je od r. 1913, i przez rezygnację Sir Brien Cockayne'a w r. 1921. Od tego czasu zajmuje je Montagu Norman, który podniósł jego prestige międzynarodowy do poziomu, o jakim w czasach przedwojennych nawet nie myślano. Dalszym elementem stałości w polityce Banku stało się częściowe ograniczenie „kierownictwa Banku przez inteligentnych amatorów“ przez stworzenie urzędu „Comptroller of the Bank“, zajmowanego od pierwszej chwili przez Sir E. M. Harvey. Wkońcu, dawna reguła wykluczająca kierowników banków depozytowych z Rady Banku została przełamana przez wybór do niej Sir Charles Addis'a, prezesa Shanghai & Hongkong Banking Corporation i od tego czasu przynajmniej trzech członków Rady należy do domów o niewątpliwym charakterze bankowym. Ustrój Banku określony jest przede wszystkim przez niepisaną tradycję; również powyższe reformy zostały wprowadzone bez żadnych pisemnych postanowień co do zmiany statutu czy ustawy. Prawo zwyczajowe raz jeszcze wykazało w tym wypadku, że posiada większą giętkość i zdolność przystosowywania się do zmiennych wymagań życia, aniżeli ciężka i sztywna procedura ustawodawstwa parlamentarnego.

Polityka dyskontowa Banku Anglii odzyskiwała powoli swoje znaczenie w całokształcie polityki kredytowej kraju przez cały ciąg roku 1919. Stopniowe znoszenie wojennych ograniczeń i zakazów czyni z tego roku rodzaj historii poprzednich czterech lat, cofającej się w przyspieszonym tempie. Pierwszym krokiem w kierunku przywrócenia normalnych stosunków na rynku pieniężnym było zniesienie od 8 stycznia 1919 specjalnej stopy $4\frac{1}{2}\%$ od pożyczek pieniądza dziennego francuskiego, belgijskiego i włoskiego. Ponieważ spadek tych trzech walut czynił już samo lokowanie pieniądza dziennego w funtach dość ponętne dla tych krajów, aby je skłonić do utrzymywania kapitałów płynnych w Londynie, Rząd odtąd płacił za te pożyczki za pośrednictwem Banku Anglii już tylko stopę dla pieniądza

dziennego angielskiego, to jest 3%. Znakiem powrotu do stosunków przedwojennych było jednakże pozostawienie przez banki depozytowe stopy 3½% jako obowiązującej dla rachunków ich korespondentów z tych trzech krajów. 20 sierpnia ustało pożyczanie pieniądza krajowego po 3%, a jednocześnie Banki angielskie zostały zwolnione z obowiązku płacenia minimalnej stopy depozytowej 3%, chociaż chwilowo nie zrobiły żadnego użytku z tego upoważnienia. W październiku 1919 wreszcie ustało pożyczanie pieniądza dziennego zagranicznego po 4½%.

Aż do emisji Victory Loan w lipcu 1919 sfery rządowe pragnęły utrzymać jak największą płynność rynku pieniężnego, wywierały nawet w tym kierunku tak silną presję, że zmusiły Bank Anglii do współudziału w usuwaniu wpływu stopy oficjalnej na stopę rynkową. W początku roku mianowicie, chociaż stopa dyskontowa oficjalna wynosiła 5%, Bank pożyczał pieniądź na okresy tygodniowe również po 5%, czyli według stopy, towarzyszącej w normalnych warunkach stopie dyskontowej 4½%. W tym samym czasie Bank wprowadził pewną innowację, dziwną napozór, a w rzeczywistości znajdującą swe wytłumaczenie w urządzeniach technicznych rynku londyńskiego. Bank ofiarował do wyboru rynku pożyczki pod zastaw weksli albo na tydzień po 5%, albo na dwa tygodnie po 4%. Z punktu widzenia bill-brokera pożyczanie w Banku Centralnym jest zawsze przykrą ostatecznością i odbywa się po stopie penalizacyjnej. Portfel wekslowy bill-brokera jest finansowany pieniądzem dziennym lub tygodniowym, pożyczanym od banków prywatnych po bardzo niskiej stopie, w tym okresie po 2¾—3¼%. O ile broker, skutkiem wycofywania pieniędzy z rynku przez wszystkie banki prywatne jednocześnie, musi się udać do Banku Centralnego, stara się pożyczać na jak najkrótszy okres, tak aby wyższa cena pieniądza Banku Centralnego wpłynęła na jego zarobek tylko na czas krótki i aby się skompensowała z bardzo niską stopą płaconą bankom prywatnym przez przeważną część okresu obiegu weksla. Wobec tego, że dla zarobku bill-brokera jest obojętnem, czy np. dla sfinansowania weksla trzymiesięcznego płaci 3% przez dwanaście tygodni i 5% przez jeden tydzień, czy też

3%, przez jedenaście tygodni a 4% przez dwa tygodnie, ponieważ w obu wypadkach średnia cena pieniądza pożyczanego wynosi 3-15%, Bank Centralny wspomaga rynek w tym samym stopniu i po tej samej cenie, ofiarowując mu powyższe, różnie oprocentowane pożyczki.

Wielka ilość Weksli Skarbowych w portfelach banków i innych dyskonterów nadała rynkowi pieniężnemu oblicze, różniące się znacznie od jego ustroju przedwojennego. Banki, potrzebując pieniądza, nie muszą już wycofywać swoich pożyczek udzielanych bill-brokerom, jako jedynej natychmiast płynnej rezerwy. W wypadkach tych wystarcza, aby nie odnowiły przypadających do zapłaty weksli skarbowych, znajdujących się w ich posiadaniu. Na miejsce dawnego wpędzania rynku do Banku weszło, według szybko utworzonego wyrażenia, „wpędzanie Rządu do Banku“. Określenie to bardzo ściśle oddaje istotę zjawiska. W istniejącym ustroju finansowym Skarb dla znalezienia środków na pokrycie przypadających do zapłaty a nieodnowionych weksli skarbowych musi — wobec utrzymywania emisji na wysokości, która pozostawia w Banku jak najmniejszy zapas kasowy na rachunku Skarbu — zwracać się do Banku o zwiększenie „Ways and Means Advances“, a stworzenie w ten sposób dodatkowego kredytu oznacza prawie zawsze potaniecie pieniądza na rynku. W latach 1921—24 Skarb sam niekiedy posługiwał się tym środkiem, właśnie ze względu na ten ostatni skutek, jako techniczną pomocą przy konsolidacji płynnego długu. Rząd mianowicie, obniżając stopę na weksle skarbowe, zachęcał rynek do nieodnawiania większych ich ilości, poczem spłacał przypadające do zapłaty weksle zwiększeniem Ways-and-Means Advances, i w łatwych warunkach monetarnych osiągniętych w ten sposób z powodzeniem sprzedawał większe ilości obligacji długoterminowych, z których wpływy służyły do spłacenia Banku. O ile można stwierdzić, proces ten, kiedy był skutecznym, odbywał się w obrębie jednego tygodnia, tak że mógł być powtórzony z wekslami skarbowymi, przypadającymi do zapłaty w następnym tygodniu.

Wpływ Skarbu na poziom stopy dyskontowej, panującej na rynku, polegał więcej na wielkiej ilości weksli skar-

bowych, będących w obiegu, aniżeli na metodzie ich sprzedaży. W kwietniu 1921 Skarb powrócił do przedwojennego systemu sprzedaży Treasury Bills na tygodniowych licytacjach, pozostawiając jedynie jako dodatek, zabezpieczający Skarb przed niespodziankami w pierwszych chwilach po zmianie systemu, sprzedaż „pośrednich“ weksli skarbowych w ciągu tygodnia po oznaczonej stałej stopie dyskontowej. Ponieważ jednak od samego początku stopa ta została oznaczona na poziomie znacznie wyższym od osiąganego na licytacjach, Skarb wywierał wpływ na poziom stopy na rynku tylko przez zmiany w ilościach weksli, ofiarowanych na licytację w stosunku do ilości weksli, przypadających do zapłaty w ciągu tego samego tygodnia.

Licytacje Treasury Bills odbywały się stale w piątki. W związku z tem pojawił się ciekawy środek techniczno-bankowy, świadczący o dużej subtelności wpływania przez Bank na poziom ceny pieniądza na rynku. Na przełomie roku 1923 i 1924, kiedy Bankowi zależało na podwyższeniu stopy rynkowej do poziomu stopy oficjalnej ze względu na sytuację walutową, Skarbowi natomiast zależało na utrzymaniu niskiej stopy rynkowej ze względu na jeszcze znaczny rozmiar jego płynnych zobowiązań, sprzeczność interesów została rozwiązana w ten sposób, że Bank zacieśniał ilość pieniądza na rynku w ciągu czterech lub pięciu dni w tygodniu, a następnie w środy i czwartki zakupywał większe ilości weksli skarbowych na rynku, aby wywołać niżkę stopy rynkowej w piątki. Postępowanie to, nazwane przez rynek „hidden-hand financing“, przybrało takie rozmiary w ciągu tygodnia 22—29 lutego 1924, że odbiło się bardzo znacznie na wykazie tygodniowym Banku, przez co nawet widać, że zakupywane weksle skarbowe były zaliczane do „innych lokat“ Wydziału Bankowego a nie do jego „lokat w papierach państwowych“¹.

Zakaz wywozu złota bez pozwolenia, udzielanego przez Skarb na polecenie Banku Anglii, wydany 28 marca 1919 r., definitywnie uczynił funt walutą papierową, do czego zmierzał już bieg wypadków w czasie wojny. Z tą chwilą jednakże jedynym celem polityki monetarnej angielskiej stał

¹ Economist, Vol. XCVIII, 1 marzec 1924.

się, jak słusznie zauważono¹, jak najszybszy powrót do waluty złotej. Podpisanie rozejmu nie zakończyło jeszcze wojny pod względem finansowym ani w Anglii ani w Stanach Zjednoczonych. W obu krajach budżety były niezrównoważone, wielkie wydatki spowodowane wojną nie mogły ustać natychmiast, ani nawet zmniejszyć się do granic osiągalnych podówczas wpływów podatkowych. Deficyty budżetowe lat poprzednich pociągnęły za sobą powstanie wielkich długów płynnych, których skonsolidowanie było nagłą koniecznością państwową, a mogło się odbyć jedynie w razie utrzymania w ciągu dłuższego okresu, bez względu na gospodarcze skutki takiej polityki kredytowej, niskiej stopy procentowej. O wielkim wysiłku fiskalnym, dokonanym przez Anglię, świadczy fakt, że deficyt budżetowy £ 326,202,000 w roku 1919/20 został zamieniony na nadwyżkę £ 230,557,000 w roku obrachunkowym 1920/21. Zanim jednakże deflacja mogła się rozpocząć, inflacja wojenna trwała nadal. W chwili wydania zakazu wywozu złota i dopuszczenia do wolnego kształtowania się kursu dolara poziom cen wynosił w Anglii² 210, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych³ tylko 195. Zwyżka cen w Anglii, spowodowana zarówno inflacją pieniężną jak też i gorączkową produkcją przemysłową w przewidywaniu wielkiego zapotrzebowania ze strony zniszczonego przez wojnę kontynentu, osiągnęła kulminacyjny punkt w maju 1920, kiedy ten sam indeks wzrósł do 336. Jednocześnie zwyżka cen osiągała szczytu w Stanach Zjednoczonych, gdzie jednakże indeks wzrósł tylko do 269.

Polityka angielska miała do wyboru trzy sposoby powrotu do waluty złotej i wolnego rynku złota w Londynie; najłatwiejszy, dewaluacja funta wobec złota, z chwilą, gdy rozwój kursów wskaże na jego właściwą siłę nabywczą w stosunku do poziomu cen światowych, została przez przeważną część opinii publicznej odrzucona jako niezgodna nie tylko z interesami finansowymi kraju, ale i z zasadniczymi obowiązkami moralno-politycznymi narodu. Charakterystycznym jest, że ruch mniejszościowy, żądający bądźto

¹ W. A. Brown, *England & the New Gold Standard*, p. 9.

² Index cen hurtownych Board of Trade.

³ Indeks Bureau of Labour.

powrotu do złota przy zmniejszeniu zawartości złota w fun-
cie, bądźto wogóle zachowania systemu manipulowanej wa-
luty papierowej na stałe, jako więcej zgodnej z interesami
przemysłów eksportowych i sprawiedliwością społeczną¹
doszła do pewnego znaczenia nie w czasie największego
spadku kursowego funta, ale właśnie w ciągu ostatnich mie-
sięcy przed powrotem do złota, kiedy już tylko niewielka
odległość dzieliła funt od jego dawnego parytetu. Do wy-
boru pozostawały więc w rzeczywistości tylko dwa spo-
soby: albo przeprowadzić w jak najszybszym czasie, przez
odpływ złota z wszystkimi jego konsekwencjami, deflację
tak gwałtowną, żeby poziom cen angielskich spadł do pa-
nujących podówczas światowych cen złotych, a więc przede-
wszystkiem do cen amerykańskich, i zmieniał się odtąd wraz
z ich wahaniami, albo też prowadzić deflację w tempie mo-
żliwie oszczędzającym gospodarstwo społeczne przed wstrzą-
sami, a jednocześnie doprowadzić przez wywóz złota do
takiej zwyżki ogólnego poziomu cen światowych, aby zmniej-
szyć rozpiętość ruchu akomodacyjnego, który musiały uczy-
nić ceny angielskie. Względ na politykę socjalną przede-
wszystkiem spowodował obranie tej drugiej drogi. Naszki-
cowany powyżej ustrój rynku złota w Londynie w ciągu
tych sześciu lat wykluczał z obrotu międzynarodowego zło-
tem Bank Anglii, przez co dopuszczał jako do malum neces-
sarium do nieograniczonych prawie wahań kursu funta,
a jednocześnie kierował całkowitą produkcję nowego złota
na rynki najwięcej za nie dające, a więc przede wszystkim
do Stanów Zjednoczonych. Ułożenie stosunków w ten a nie
inny sposób miało właśnie za zadanie doprowadzenie do
zwyżki cen za oceanem, względnie do mniejszej ich zniżki
aniżeli w Anglii. Wobec tego, że proces deflacyjny musiałby
być w każdym razie długi, a przez ten czas nie byłoby spo-
sobu na zapobieżenie bardzo silnemu odpływowi złota z za-
pasów centralnych, przyjęcie tej polityki uznała publiczność
za konieczność, rozumiejącą się samą przez się. Prawie nie-

¹ Por. przede wszystkim propagandę publicystyczną J. M. Keynes'a
i jego „Tract on Monetary Reform”, należące pod względem siły i błę-
skotliwości przedstawienia wątpliwej sprawy do najświetniejszych kart
ekonomii angielskiej.

znany natomiast jest fakt, że polityka taka ma swoje precedensy w historii stosunku rynków angielskiego i amerykańskiego. W roku 1825 Bank Anglii wysyłał już mianowicie złoto do Nowego Yorku, nie dla bezpośredniego podtrzymania kursu funta, ale dla wywołania tamże okresu spekulacji i zwyczajki cen.

Ujęcie przebiegu wypadków w ciągu omawianych sześciu lat z punktu widzenia ich związku z ruchami międzynarodowymi złota przedstawia duże trudności, ponieważ w tym czasie przeważna część ceterarum conditionum, których stałość pozwala na przedstawienie zależności ekonomicznych w formie funkcji o jednej zmiennej niezależnej, właśnie nie pozostawała niezmienną. Przed wojną rynek złota obejmował prawie że wszystkie kraje europejskie i niektóre pozaeuropejskie jako kraje o popycie monetarnym na złoto, oraz kraje azjatyckie o walucie opartej o srebro jako nabywców złota dla celów tezauryzacyjnych. W omawianym okresie jednakże na rynku londyńskim występowały tylko cztery czynniki: Południowa Afryka jako producent, Stany Zjednoczone jako odbiorca złota dla celów monetarnych, Indie Angielskie jako odbiorca złota dla celów niemonetarnych i wreszcie Anglija jako czynnik, świadomie kierujący warunkami rynku z punktu widzenia przede wszystkim swojej polityki walutowej.

Konsekwencją układu o dostawę całej produkcji złota transwalskiego Bankowi Anglii po stałej cenie było ustabilizowanie kursu funta południowo-afrykańskiego wobec funta angielskiego. W chwili wprowadzenia wolnego rynku złota w Londynie funt południowo-afrykański stał nawet nieco powyżej funta angielskiego, tak że wzrastaniu ceny złota w Londynie od września 1919 do lutego 1920 odpowiadała wzrastająca cena złota, otrzymywana przez producentów w Transwalu w funtach południowo-afrykańskich. Po tym czasie jednakże spadek ceny złota w Londynie skutkiem poprawy kursowej funta wobec dolara, trwającej aż do połowy roku, i wzrost poziomu cen i płac w Transwalu zmniejszyły dochodowość produkcji złota. Władze znalazły się w ciężkim położeniu: polityka wywozu złota do Stanów Zjednoczonych mogła być owocną tylko w razie

utrzymywania produkcji na wysokim poziomie, który znowu był możliwym tylko przy zachowaniu wysokiej ceny na złoto w funtach południowo-afrykańskich. Waluta ta podobnie jak funt angielski była wymiennalna na sowereny złote, których wywóz był zakazany. O ile jednakże w Anglii wywóz ten, dzięki od natury danemu szczęśliwemu położeniu geograficznemu kraju, mógł być istotnie powstrzymanym, to w Transwalu szmugiel złota przybrał wielkie rozmiary. Zapobiec mu mogło tylko albo dopuszczenie do powstania znacznieszego agia kursowego funta południowo-afrykańskiego wobec angielskiego, albo też zniesienie wymiennalności tego pierwszego. Pierwsza alternatywa byłaby zmniejszyła cenę złota w funtach afrykańskich, czego chciano uniknąć za wszelką cenę, wybrano więc alternatywę drugą i od 17 grudnia 1920 zawieszono wymiennalność funta południowo-afrykańskiego. Zwyżka cen złota w Londynie w ostatnich miesiącach r. 1920 odbiła się w ten sposób w całej pełni na ich zwyżce w Transwalu, ale jednocześnie spowodowała tam inflację równą angielskiej, a raczej powstrzymała w tym czasie spadek cen południowo-afrykańskich równoległe do spadających cen angielskich. Wobec poprawy kursu funta w r. 1921 i początkach 1922 (ceny angielskie spadały szybciej od cen amerykańskich) spadek ceny złota, zdawna spodziewany, zmusił kopalnie do przeprowadzenia reorganizacji technicznej i do niżenia zarobków robotniczych. O ile ta pierwsza dała rezultaty znakomite i pozwoliła na zwiększenie ogólnej produkcji złota, która dotychczas (od r. 1916 do początku r. 1922) stale spadała, to drugie mogło być dokonane tylko w drodze tak gwałtownej, że wypadki te zostały nazwane „the revolution in the Rand“¹. Ruch racjonalizacyjny trwał w ciągu następnych kilku lat i wpływ jego na niżkę kosztów produkcji był widoczny, zwłaszcza w ciągu lat następnych. XXXV-y Raport Roczny Transwalskiej Izby Górniczej stwierdza, że oszczędności

¹ A. W. Brown, l. c. str. 129, powiada: The present study is concerned only with the manner in which changes in the price of gold affected its supply, but it cannot be without interest to any student of this subject, that the supply of new gold was kept flowing into the world's markets at the cost of revolution and bloodshed.

na kosztach eksploatacyjnych w roku 1924 w stosunku do roku 1923 wyniosły około 22%, a w dalszym toku wypadków fakt ten silnie występował jako czynnik, ułatwiający sytuację w ostatnich chwilach przed powrotem do złota.

Indje angielskie zawdzięczają swoje szczególne stanowisko w światowym handlu złotem po części swej walucie, głównie zaś przestarzałym nawyknieniom tezauryzacyjnym ludności. Waluta indyjska, rupja, jest jednostką monetarną o dużej dozie niezależności, nie jest bowiem zupełnie ściśle ustabilizowana ani wobec złota, ani wobec srebra. Jest ona wybijana ze srebra jako moneta normalnie podwartościowa na zamówienie rządowe¹, a wartość jej wobec złota nie może wzrastać ponad określony stosunek przez to, że Mennica Indyjska jest zobowiązana, (od r. 1906) do wydawania piętnastu rupij za jednego sowerena (za sowerena złotego, a nie za funta papierowego), kurs zaś rupji wobec funta jest utrzymywany przez Ministerstwo dla Indyj w Londynie zapomocą sprzedaży wypłaty na Indje, t. zw. India Council Bills. Złoto w formie monetarnej w Indjach nie obiega, wielkie zapotrzebowanie na nie tłumaczy się tem, że wieśniacy indyjscy prawie że nie znają formy lokowania oszczędności w instytucjach kredytowych, lecz po spieniężeniu rocznych zbiorów obracają nadwyżkę dochodów, nieprzeznaczoną na konsumpcję, na zakup przedmiotów ze złota, które tezauryzują. Zapotrzebowanie nie-monetarne złota, które w innych krajach odgrywa rolę tylko uboczną, wzrasta tutaj do rozmiarów nie tylko ogromnych, ale i bardzo zmiennych: wobec bowiem czysto rolniczego charakteru kraju wzrost oszczędności w każdym roku waha się bardzo silnie zależnie od urodzajów, co nawet odegrało dużą rolę w okresie rekonstrukcji powojennej.

Rupja była ustabilizowana do lata 1917 roku na normalnym poziomie Sh. 1/4 za jedną rupję. Wybitnie czynny bilans płatniczy Indyj w czasie wojny stworzył dużą siłę rupji wobec funta angielskiego, tak że utrzymywanie powyższego kursu

¹ Według klasycznie pięknego określenia Keynes'a rupja jest „pieniądem papierowym wybijanym w srebrze“.

sprawiło coraz większe trudności. Rozporządzenie z 29 czerwca 1917 wprowadziło zakaz przywozu złota inaczej, jak na rachunek rządowy, ale cenę, po której mennica zakupywała złoto, oznaczono według jego ceny przedwojennej w Londynie, to znaczy w wysokości 15 rupij za wartość złota w jednym sowerenie. Wobec jednakże istniejącego już podówczas disagia funta wobec dolara cena ta nie stanowiła efektywnego popytu na złoto na rynkach światowych. Sytuacja stawała się coraz więcej paradoksalną w miarę wzrastania kursu rupji wobec funta. Zgodnie bowiem z przyjętą zasadą ignorowania spadku kursu funta wobec złota, przy podnoszeniu kursu rupji ponad sh. 1/4, co miało miejsce począwszy od września 1917, Rząd indyjski zniżał cenę zakupu złota w rupjach, tak że we wrześniu 1919 kursowi rupji sh. 1/10 towarzyszyła najniższa oferta za złoto, znajdująca się oczywiście, wobec silnego podówczas spadku funta w stosunku do dolara, znacznie poniżej jego światowego parytetu ceny. Wobec pozbawienia Indyj dowozu złota przez tak długi czas cena zapasu złota, znajdującego się w kraju, zaczęła gwałtownie wzrastać, tak że w początkach roku 1919 cena złota w Indjach na rynku wynosiła znacznie więcej, aniżeli jego parytet światowy, co oczywiście stanowiło silną podniechęć do przywozu nielegalnego. Powrót Indyj, jako legalnego nabywcy złota, nastąpił jednocześnie prawie z przywróceniem wolnego rynku dla złota transwalskiego w Londynie. Silna wyżka cen srebra na rynku londyńskim, doprowadziła mianowicie do zaniknięcia charakteru zdawkowego rupji, ponieważ jej wartość jako metalu przekroczyła jej wartość nominalną jako pieniądza. Aby więc zapobiec wycofywaniu monet z obiegu i ich stapianiu, musiano dalej jeszcze podnieść kurs rupji wobec funta. Temu jednakże podniesieniu kursu z sh. 1/10 na sh. 2/ towarzyszyło już nie obniżenie ceny nabycia złota, lecz jej podniesienie do wysokości, odpowiadającej parytetowi ceny złota w Londynie. System dostosowywania ceny złota w rupjach do jego ceny w funtach, papierowych, pozwalający na import złota w ilościach, odpowiadających zapotrzebowaniu tezauryzacyjnemu, trwał do lutego 1920¹, kiedy wpro-

¹) Brown, l. c., str. 35 ss.

dzono stabilizację legalną rupji na poziomie rupij 10-u za soweren złoty, zamiast jak dotychczas rupij 15-u. Jedynym czynnikiem zmiennym miał odtąd być kurs rupji wobec funta papierowego, który miał się zmieniać zgodnie z stosunkami rynkowymi. Na przeszkodzie wykonaniu tego planu stanął jednakże, zaznaczający się już [podówczas, spadek kursowy rupji. Spadek ceny srebra w Londynie rozpoczął się w lutym 1920 r. skutkiem napływu zdemonetyzowanego metalu z kontynentu i poprawy kursu funta wobec dolara. Wraz z ustąpieniem tego powodu siły kursowej rupji, zmniejszyło się również saldo czynne bilansu płatniczego Indyj — skutkiem dużego importu towarów zagranicznych po wysokich cenach w początku roku, a później skutkiem złego wyniku zbiorów, tak że usiłowania utrzymania tego kursu rupji, zapomocą sprzedaży w Indjach wypłaty na Londyn (t. zw. Reverse Council Bills) a nawet próby utrzymania go na poziomie Sh. 2/— w papierze musiały być zaniechane z powodu wyczerpania rezerw interwencyjnych w Londynie. Kurs rupji, pozostawiony bez opieki, spadł w początku roku 1921 do niebywałego poziomu Sh. $1/2 \frac{7}{8}$ i do końca roku nie podniósł się ponad Sh. $1/5$. Z punktu widzenia polityki monetarnej angielskiej ten obrót rzeczy, niekorzystny dla Indyj, był dużą pomocą w kierowaniu ruchem złota; powstrzymał on bowiem jego wywóz do Indyj, a nawet doprowadził do niezwykłego zjawiska wywozu złota z Indyj. Złe zbiory roku 1920 zmusiły wieśniaków do likwidacji części oszczędności, a wyżka cen złota w stosunku do srebra i do rupji papierowej czyniła sprzedaż złota bardzo zyskowną z punktu widzenia kalkulacji w rupjach. Ten anormalny stan rzeczy nie trwał oczywiście długo, ale od listopada 1920 do września 1921 eksport złota z Indyj nie ulegał przerwie¹. Popyt indyjski na złoto odżył na rynku londyńskim znowu w początku roku 1922, najpierw słabo, silniej w drugim kwartale, aby znowu osłabnąć i dojść do stosunkowo wysokiego napięcia w początku roku 1923. Przez ten czas niska cena złota w funtach, wynikająca z poprawy kursu funta wobec dolara, zachęcała do zakupów

¹ Brown, l. c., str. 88.

złota, a odwrotnie zwyżka ceny, równoległa z spadkiem kursu funta od marca do końca roku 1923, powstrzymała znowu zupełnie ruch złota ku Indjom. Ostatni wielki import złota do Indyj przed powrotem Anglii do waluty złotej miał miejsce w końcu roku 1924 i początku 1925, a więc w chwili szczególnie niedogodnej z punktu widzenia waluty angielskiej. Powody tego importu są zupełnie jasne. Spadek cen złota, który w kwietniu 1925 doprowadził do zupełnego zniknięcia disagia funta papierowego, zeszedł się z wzrostem oszczędności indyjskich, spowodowanym szczególnie korzystnymi zbiorami, oraz z poprawą bilansu płatniczego Indyj, która wywołała zwyżkę kursu rupji ponad Sh. 1/6, tak że spadek ceny złota w rupjach był jeszcze silniejszym, aniżeli spadek jego ceny w funtach. Wszystkie te okoliczności czyniły tezauryzowanie złota szczególnie pojętnem, a jednocześnie dawały wieśniakowi indyjskiemu możność rozwinięcia silniejszego popytu. Szczególnie już niekorzystnem zjawiskiem, z punktu widzenia powrotu Anglii do waluty złotej, było to, że Indje, nie mogąc zaspokoić całego swego zapotrzebowania złotem nowej produkcji, poczęły sprowadzać złoto ze Stanów Zjednoczonych, płacąc za nie dolarami. Ponieważ zapłaty te były regulowane przez Londyn, powstał stąd dodatkowy nacisk niżkowy na kurs funta wobec dolara, właśnie w chwili ostatecznego dojścia tegoż do parytetu.

Stany Zjednoczone stanowią czynnik rynkowy najciekawszy, zarówno z punktu widzenia praktycznej polityki monetarnej angielskiej, jak też i ze względu na teorię samoczynnej regulacji poziomu cen przez międzynarodowe ruchy złota. Zamiarem polityki angielskiej, skierowującej możliwie największą część nowej produkcji złota do Stanów Zjednoczonych, było zmniejszenie siły nabywczej dolara takie, aby ostateczny poziom cen złotych po wojnie ustalił się możliwie blisko poziomu cen w dolarach z pierwszych miesięcy po wprowadzeniu wolnego rynku złota w Londynie. Aż do początku roku 1920 ceny w Ameryce nie tylko nie spadały, ale wzrastały równie gwałtownie, jak w ciągu lat wojennych. Z punktu widzenia angielskiego zjawisko to o tyle nie było szczególnie pożądanem, że jednocześnie wzrastały ceny angielskie, tak że parytet siły nabywczej funta

nie poprawiał się. W tym okresie nie można twierdzić, aby zwyżka cen w Ameryce była spowodowana ruchem złota. Przedewszystkiem gospodarstwo było zanadto jeszcze skrępowane anormalnymi stosunkami wojennymi, aby w całej pełni reagować na podniety ekonomiczne, a powtóre, chociaż dolar wykazywał agio w stosunku do funta i Ameryka sprowadzała złoto z Londynu, to jednakże był on nieco zdewaluowany wobec franka szwajcarskiego, jena japońskiego i szeregu walut środkowo- i południowo-amerykańskich, co wobec uchylecia zakazu wywozu złota ze Stanów 9 czerwca 1919 wywołało odpływ metalu ku tym krajom. Ruch ten był tak silny, że bilans ruchu złota ze Stanów był początkowo wybitnie ujemny, gdyż wywóz netto aż do kwietnia 1920 wyniósł blisko \$ 400,000,000 w złocie. Dziwnym zbiegiem okoliczności maj był pierwszym miesiącem, w którym przywóz złota przewyższył wywóz i ostatnim miesiącem, który wykazał zwyżkę ogólnego poziomu cen. Import złota trwał odtąd bez przerwy do grudnia 1924 i doszedł w tym czasie do astronomicznej cyfry \$ 1,600,000,000. Ceny przez ten czas wykazywały szereg wahań pozornie niezależnych od powyższego ruchu. Od maximum 269 w maju 1920 indeks Bureau of Labour spadał z drobnymi wahaniami aż do minimum 138 w styczniu 1921, poczem w ciągu sześciu miesięcy powoli wzrastał do 155 w lipcu, utrzymując się odtąd na prawie niezmiennym poziomie do lutego 1923. Po przejściowej zwyżce w marcu i kwietniu do 159 ceny powoli i z wahaniami spadały przez resztę roku 1923 i pierwszą połowę 1924, dochodząc znowu do minimum 145 w czerwcu. Od tej chwili dopiero zaczął się zdawna upragniony wzrost, i indeks podnosił się prawie co miesiąc, aż osiągnął w marcu i kwietniu 1925 poziom 161, chociaż, dla zwiększenia paradoksu, od grudnia 1924 bilans ruchów złota z Stanów Zjednoczonych stał się ujemnym. Ten zadziwiająco stały poziom cen utrzymany w obliczu napływu złota, przekraczającego wielokrotnie rozmiary ruchów tego metalu, na których klasyczna teoria regulacji cen przez walutę złotą była oparta, stanowi podstawę do rozpowszechnienia się w Europie przekonania, że zawdzięczać go należy jedynie świadomie prowadzonej przez Federal Reserve Banks polityce „sterylizacji złota“. Sfery

oficjalne amerykańskie, przede wszystkim Federal Reserve Bank w Nowym Yorku gwałtownie zaprzeczają, jakoby polityka taka była uprawiana świadomie i celowo, a zwłaszcza jakoby utrzymanie stałego poziomu cen było naczelną zasadą ich polityki dyskontowej. Oficjalne te zaprzeczenia przy bliższym zbadaniu dostarczają jednak tyle niedomówionych przyznań co do sposobów rozwiązywania problemów, związanych z przywozem złota¹, że nawet opis przebiegu wypadków oparty tylko na nich, potwierdziłby w znacznej części słuszność utartego określenia polityki Banków Federalnych.

W myśl klasycznej teorii działania waluty złotej napływ złota do danego kraju wywołuje w nim wyżkę cen, mierzonych w jego walucie, skutkiem zwiększenia ilości środków płatniczych w obiegu, a to po pierwsze skutkiem powiększenia ilości pieniądza prawnego — przez sprzedaż złota mennicy za monety złote, lub Bankowi Emisyjnemu za jego bilety — po drugie zaś, i to przede wszystkim, dzięki następującemu w ślad za tym pierwszym powiększeniu ilości rozporządzalnego pieniądza kredytowego. Niezależnie bowiem od tego, jak złoto będzie zamienione na pieniądz obiegowy, pośrednim skutkiem jego importu będzie zwiększenie się pokrycia złotego w Banku Emisyjnym, który ma przez to możność zwiększenia swej akcji kredytowej. Zwiększone kredyty jednak, nawet jeśli w pierwszej chwili będą podjęte w gotówce, poprzez rachunki depozytowe banków prywatnych powrócą do Banku Centralnego, gdzie zwiększą salda, stojące do dyspozycji banków depozytowych, na ich rachunkach clearingowych. Te ostatnie są jednakże dla banków depozytowych zapasem gotówki, którego zwiększenie daje im znowuż możność zwiększenia kredytów udzielanych klienteli, które podejmowane gotówką w jednych bankach zwiększają depozyty w innych. Ostatecznym rezultatem tego procesu jest więc, *caeteris paribus conditionibus*, powrót zarówno stosunku pokrycia złotego obiegu i depozytów w Banku Emisyjnym, jak i pogotowia kasowego ogółu

¹ Por. *infra* oświadczenie Gub. Stronga przed Komisją Hilton Younga dla waluty indyjskiej.

banków prywatnych (stosunku zapasu gotówki reprezentowanego przez ich rachunki clearingowe w Banku Centralnym do ich zobowiązań depozytowych) do poprzedniego poziomu, to jest do poziomu, panującego przed chwilowym powiększeniem obu tych stosunków przez napływ złota. O ile zaś szybkość obiegu pieniądza jednocześnie się nie zmieni, ogólny poziom cen wzrośnie w stosunku do zwiększenia się ogólnego zapasu pieniądza prawnego i kredytowego¹. Aby powyższy proces mógł się odbyć w całej rozciągłości, potrzeba jednakże spełnienia jednego warunku, zbyt często uważanego w teorii pieniądza za czynnik w założeniu swem niezmienny: potrzeba mianowicie, aby zarówno Bank Centralny dążył przez cały czas do zachowania stałego stosunku pokrycia, jak też, aby banki depozytowe zachowywały niezmiennie pogotowie kasowe. Zrozumiałem jest, że teoria, rozwijająca się głównie na podstawie konkretnych stosunków rynku angielskiego i innych rynków o długiej tradycji i prawie że spetryfikowanym stosunku Banku Centralnego do reszty ustroju monetarnego, uważa stałość tych dwu proporcji za fakt tak prawdopodobny, że poświęca jego rozważaniu stosunkowo najmniej uwagi. W organizmie pieniężnym jednakże, w którym prace nad organizacją Banku Centralnego i ustosunkowaniem się jego do rynku zaczynają się dopiero w chwili pojawienia się omawianych ruchów złota i współcześnie z nimi się rozwijają, właśnie

¹ Zwyczaj ogólnego poziomu cen doprowadzi w dalszym ciągu do obniżenia się parytetu siły nabywczej danej waluty, a więc do zmniejszenia się eksportu i zwiększenia importu, co znowu wywoła zmniejszenie się dopływu złota lub nawet jego odpływ. Jeżeli mianowicie w początkowej chwili omawianego okresu, poziom cen jest niższym od poziomu cen światowych — wypadek, który normalnie zachodzi, gdy ruch złota ku danemu krajowi opłaca się z punktu widzenia arbitrażu walutowego — zajdzie pierwsza ewentualność, t. j. import złota będzie stał aż do chwili osiągnięcia równowagi pomiędzy cenami wewnętrznymi a zewnętrznymi. Jeśli natomiast stan równowagi zachodził już przed rozpoczęciem napływu metalu, to zajdzie ewentualność druga, mianowicie złoto przywiezione bez uzasadnienia gospodarczego nie będzie mogło być przez dany organizm zatrzymane i, oczywiście po dłuższym lub krótszym okresie przewycięzania konkretnych „frictions“, samoczynnie odpłynie.

zmiany, zachodzące w tych jeszcze nieustalonych czynnikach, mogą mieć znaczenie decydujące. Nie można bowiem zapominać, że Stany Zjednoczone nie miały banku centralnego aż do powstania systemu Federalnych Banków Rezerwowych w r. 1914, a ponadto, że w czasie wojny Banki te zostały użyte przez rząd do umieszczania olbrzymich emisyj papierów państwowych w sposób tak gwałtowny, że normalne ich ustosunkowanie się do rynku rozpoczęło się układać właściwie dopiero po wojnie.

Federalne Banki Rezerwowe są zobowiązane do utrzymywania pokrycia złotego dla swych banknotów w wysokości 40%, i pokrycia gotówkowego dla swych zobowiązań depozytowych w wysokości 35%. W chwili zniesienia zakazu wywozu złota z Ameryki w lipcu 1919 Banki Rezerwowe posiadały w portfelach znaczne ilości papierów państwowych, do nabycia których zostały zmuszone w czasie wojny, a jednocześnie banki prywatne były wobec nich silnie zadłużone, również w znacznej części skutkiem obciążenia rynku finansowaniem pożyczek wojennych. Dzięki jednakże silnemu napływowi złota z Europy, w związku z zapłatami za dostawy wojenne i, co jeszcze ważniejsze, dzięki polityce koncentracji złota, stosunek pokrycia ogólnych zobowiązań systemu Federalnych Banków Rezerwowych był bardzo wysoki, wynosząc podówczas 52,7%. Dzięki istnieniu w ich kasach zapasu złota, przewyższającego znacznie wymagania ustawowe, Banki Rezerwowe mogły bez szkody dla swej pozycji ulec wpływom Skarbu, dążącego do utrzymania niskiej stopy rynkowej, i mimo odpływu złota od czerwca 1919 mogły nie tylko nie przedsięwziąć kroków deflacyjnych, ale nawet do tego stopnia wzmacniać rozmiar udzielanych kredytów, że pomimo odpływu złota podstawa pieniężno-kredytowa gospodarstwa społecznego jeszcze przez rok powiększała się, zamiast się zmniejszać, co by musiało mieć miejsce przy utrzymaniu niezmiennego stosunku pokrycia. Ceny, jak już wspomiano, gwałtownie wzrastały aż do maja 1920, pociągając za sobą falę inflacji powojennej we wszystkich krajach kapitalistycznych. Wielki napływ złota do Stanów Zjednoczonych, rozpoczynający się w tymże miesiącu, został zużytkowany natomiast już nie do dalszego

powiększania kredytów Banków Rezerwowych, ale wprost przeciwnie do zmniejszenia zadłużenia banków prywatnych wobec tych pierwszych. Ruch ten rozpoczął się, zdaje się, z inicjatywy banków prywatnych, które czuły, że zbyt wielkie ich zadłużenie wobec Banków Rezerwowych nie jest objawem zdrowego położenia na rynku kredytowym. Banki Rezerwowe, które tymczasem wobec skonsolidowania długu państwa były już odzyskały swobodę działania w kierunku deflacyjnym i które nie były pewne co do długotrwałości przyływu złota, popierały ruch ten i o ile w poprzednim okresie były dopuściły do obniżenia ich pokrycia do prawie że ustawowych granic, to teraz nie sprzeciwiały się wzrostowi ich rezerw do rzadko spotykanej wysokości 60 do 75% zobowiązań. W początku roku 1922 uwolnienie się rynku od pomocy Banków Rezerwowych doszło jednakże do punktu, w którym wzrastanie skarbu złotego w ich kasach zaczęło zagrażać ich dochodowości¹. Pomimo że złoto napływało nadal, Banki Rezerwowe były zmuszone do powiększenia swoich aktywów rentujących i, wobec dalszego zmniejszania się zadłużenia banków prywatnych u nich z tytułu redyskonta, uczyniły to w formie silniejszych zakupów papierów państwowych i akceptów bankowych na rynku. Chwilowe nawet zaprzestanie w początku r. 1922 polityki przeciwdziałania inflacyjnemu wpływowi przywozu złota wywołało jednak natychmiast wyżkę cen i ożywienie spekulacji, zupełnie zgodne z ortodoksyjną teorią. Mimo że w czerwcu roku 1922 Banki Rezerwowe, nie życząc sobie takiego rozwoju wypadków, odwróciły kierunek swej Open Market Policy i zaczęły sprzedawać papiery państwowe zamiast je nabywać, wyżka cen trwała przez cały rok 1922. Obok tego wystąpił od lipca 1922 nowy sposób powstrzymywania inflacji złotej, który w ciągu następnych dwu lat doszedł do dużego znaczenia.

Federalne Banki Rezerwowe emitują swoje własne bilety, pokryte minimalnie 40% złota. Przeważną część złota

¹ Przeciętna ilość zdyskontowanych weksli w portfelu dwunastu Federal Reserve Banks wynosiła:

w maju 1920	\$ 2,537,000,000
„ grudniu 1921	„ 1,185,000,000

trzymają one jednakże nie bezpośrednio w swoich skarb-
cach, lecz deponują je w Sekretarjacie Skarbu w Waszyng-
tonie, otrzymując za nie państwowe „Gold Certificates“,
kryte w 100% złotem. Przed wojną obieg Gold Certificates
był bardzo znaczny, zwłaszcza że wobec nieistnienia sy-
stemu Federalnych Banków Rezerwowych jedynym poważ-
niejszym konkurentem pieniędzy skarbowych były bilety
emitowane przez prywatne banki emisyjne. W czasie wojny
jednakże, skutkiem polityki koncentracji złota, Gold Certifi-
cates prawie zupełnie znikły z obiegu i zostały zatrzymane
w kasach Banków Rezerwowych. Wobec stałego wzrastania
zapasów złota Banki Rezerwowe postanowiły zaspakając
zapotrzebowanie środków obiegowych, które, nawiasem
mówiąc, silnie wzrosło w r. 1922 w związku z ożywieniem
gospodarczem, wydając nie dalsze Federal Reserve Bank
Notes ale Gold Certificates ze swych zapasów kasowych.
Wprawdzie bezpośredni wpływ złota na zwiększenie ilości
pieniądza w obiegu pozostał w obu wypadkach ten sam —
importer złota puszczał w obieg w obu wypadkach tę samą
ilość nowego pieniądza, czy to były bilety bankowe, czy
certyfikaty złote — ale wpływ na pozycję bilansową Ban-
ków Rezerwowych był zupełnie inny. Emitując bowiem
własne bilety, Banki Rezerwowe zwiększają swoje zobowią-
zania, nie zmniejszając aktywów, przez co zmniejszają stosu-
nek pokrycia — o ile oczywiście jest on już mniejszy aniżeli
100% — w mniejszym stopniu, aniżeli przy emitowaniu tej
samej ilości certyfikatów złotych, które w ich bilansach wy-
stępują między aktywami, na równi ze złotem, i stanowią licznik
przy obliczaniu stosunku pokrycia. W końcu r. 1924 ilość
Gold Certificates w obiegu wynosiła blisko \$ 1,000,000,000,
czyli niewiele poniżej ilości, obiegającej w chwili wybuchu
wojny. Sfery oficjalne zaprzeczały stale, jakoby polityka ta
miała na celu „sterylizację“ złota, powołując się przede-
wszystkiem na okoliczność, że puszczenie w obieg efektyw-
nego złota — temu bowiemod powiadają w zupełności kryte
w 100% Gold Certificates — nie zmienia ilości pieniądza,
któraby i tak znalazła się w obiegu. Szereg wystąpień pół-
oficjalnych, a zwłaszcza wyjaśnienia udzielone Komisji dla
Waluty Indyjskiej pod przewodnictwem Hiltona Younga

przez Gubernatora Banku Rezerwowego w Nowym Yorku, Stronga (p. zwłaszcza punkt 2-gi), nie pozostawiają żadnej wątpliwości, że właśnie anty-inflacyjny wpływ przywrócenia obiegu złota na zdolność Banków Rezerwowych do powiększenia rozmiaru udzielanych kredytów był głównym motywem wprowadzenia tej polityki¹.

Inflacyjny wpływ importów złota wystąpił w najczystszej formie w końcu r. 1924. Rok ten rozpoczął się od zastoju gospodarczego, największego od przełamania kryzysu deflacyjnego w latach 1920—21. Banki amerykańskie wobec tego spłacały swoje zadłużenie względem Banków Rezerwowych, które to zjawisko w obliczu utrzymującej się depresji trwało do listopada tegoż roku. Zakupy akceptów bankowych i papierów państwowych przez Banki Rezerwowe, zwiększone w tym czasie, nie kompensowały w całości tego ruchu, tak że aż do lipca ogólna suma kredytu, stawiana przez Banki Rezerwowe do dyspozycji życia gospodarczego, malała. Dzięki jednakże powiększaniu się aż do listopada zapasu złota w kraju rezerwy gotówkowe banków prywatnych na rachunkach clearingowych w Bankach Rezerwowych nie zmniejszały się, przeciwnie, wzrost ich trwał nieprzerwanie od lutego 1924 do lutego 1925. Skutkiem tego spadek cen w pierwszej połowie roku był stosunkowo słaby, natomiast ich wzrost rozpoczął się w chwili, kiedy ogólny rozmiar kredytów, udzielonych przez Banki Rezerwowe, jeszcze się zmniejszał, a rozwinął się silnie nawet przed pierw-

¹ Powody podane przez Gub. Stronga są następujące:

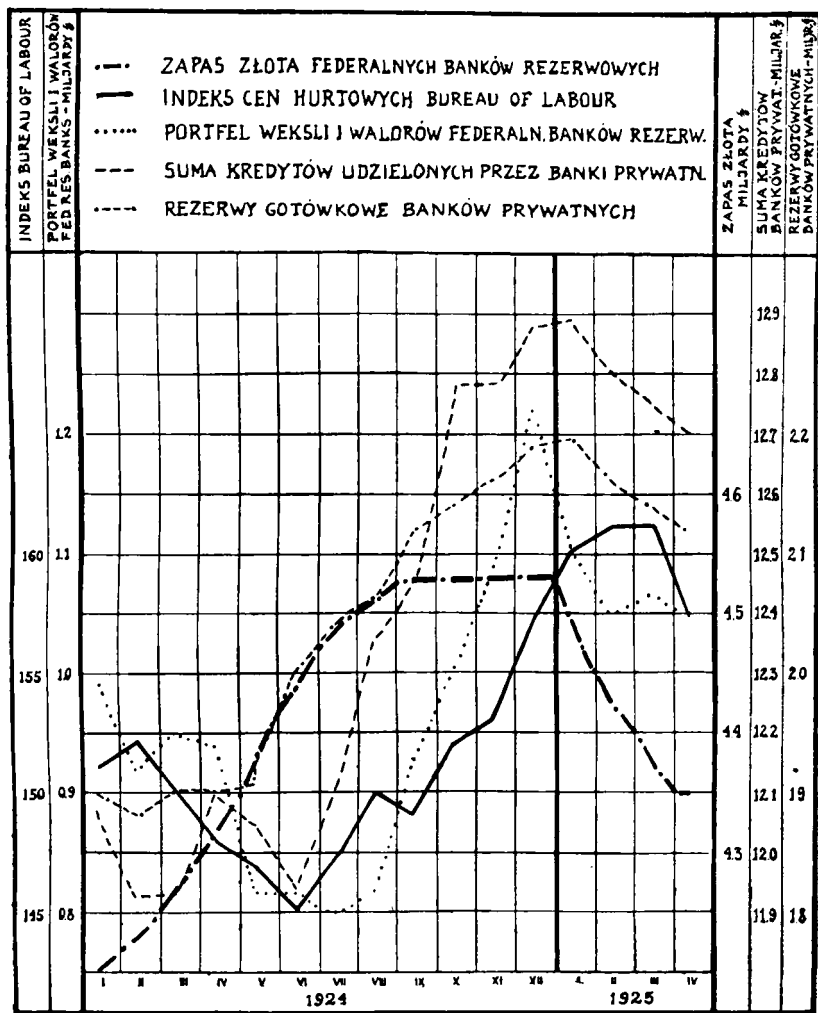
1) Obawa, że publiczność zacznie okazywać uprzedzenie na niekorzyść Biletów Rezerwy Federalnej, a na korzyść certyfikatów złotych w miarę, jak te będą się stawały rzadkimi.

2) Uniknięcie agitacji inflacyjnej, któraby mogła powstać na tle bardzo wysokiego stosunku pokrycia w Bankach Rezerwy Federalnej.

3) Zapobieżenie przyzwyczajeniu się publiczności do bardzo wysokiego pokrycia i jej zaniepokojeniu, o ileby później ono się zmniejszyło dzięki zmianom w rozdziale złota — innymi słowy, obniżenie „punktu obawy“.

4) Ustalenie ilości złota w obiegu i w ten sposób umożliwienie odzwierciedlenia się zmian w zapasie złota kraju w zmianach zapasu złota Federalnych Banków Rezerwowych. Sprawozdanie Królewskiej Komisji dla Waluty i Finansów Indyjskich, str. 303.

szem większym jego rozszerzeniem, jak to wykazuje poniższa tablica:



Na podstawie cyfr, podanych w Sprawozdaniach Rocznych Federal Reserve Board, r. 1926 i 1927.

Polityka nasycania rynku amerykańskiego złotem, o ile nie odniosła korzyści szybkich i efektownych, to jednak w paru okresach przyczyniła się bardzo istotnie do doprowadzenia do tego wyrównania poziomu cen w obu krajach,

które umożliwiło Anglii powrót do waluty złotej. Przewszystkiem zwolnienie tempa deflacji w Ameryce po przełamaniu fali drożyzny w maju 1920, osiągnięte mimo początkowo, mianowicie aż do grudnia 1920, silniejszego spadku cen amerykańskich niż angielskich, sprowadziło pierwszą poprawę parytetu siły nabywczej funta i to nawet większą od uwidaczniającej się w notowanych podówczas kursach funta wobec dolara. Przebieg wypadków w czasie tego pierwszego okresu przedstawia następujące zestawienie. (P. również wykres II).

Data	Indeks cen w Stanach Zjednoczonych (Bureau of Labour)	Indeks cen Angielskich (Board of Trade)	Ceny angielskie jako % cen amerykańskich	Kurs funta w dolarach (Kabel)
maj 1920	247	333	122%	\$ 3.95
grudzień 1920	184	269	146%	„ 3.495
luty 1922	141	161	114%	„ 4.40

Zaznaczone poprzednio osłabienie wysiłków amerykańskich, zmierzających do sterylizacji złota w r. 1922, poprawiło w dalszym ciągu stosunek na korzyść waluty angielskiej w ciągu tego roku, a mianowicie te same cyfry przedstawiały się następująco:

grudzień 1922	156	155	99.8%	\$ 4.5625
---------------	-----	-----	-------	-----------

Zanim jednakże wyrównanie się poziomu cen obu krajów mogło jeszcze doprowadzić do dalszego zbliżenia kursu funta do parytetu, lekka wyższość cen w Anglii, gdzie wobec obciążenia gospodarstwa społecznego wielkiem i chronicznem bezrobociem dążenia deflacyjne, któreby mogły narazić na szwank rzeczywiste lub urojone interesy przemysłu krajowego, napotykały w opinii publicznej na coraz silniejszy opór, zachwiały mozolnie uzyskany stan równowagi. Kurs funta wobec dolara osiągnął jeszcze lekką poprawę w ciągu pierwszych trzech miesięcy roku 1923, ale pogorszenie się sytuacji politycznej w Europie w związku z zajęciem Zagłębia Ruhry i kryzysem reparatornym wywołało ogólne zaniepokojenie co do losu wszystkich walut europejskich. Kurs funta pogarszał się, zrazu powoli, ale ruch ten nabrał

niepokojącego przyspieszenia w ostatnich trzech miesiącach roku, kiedy najpierw niewyraźne wypowiedzenia jednego z ministrów gabinetu konserwatywnego zrodziły obawy, że rząd zamierza uciec się do inflacji jako środka walki z bezrobociem, a następnie dojście do rządów gabinetu Labourystów stworzyło niebezpieczeństwo nałożenia w Anglii popodatku majątkowego. Exodus kapitałów doszedł do takich rozmiarów, że okres ten został jeszcze w czasie jego trwania ochrzczony „the flight from the pound”. Kurs funta pogarszał się aż do końca stycznia 1924, poczem zaczęła się powolna wprawdzie, ale już ostateczna jego poprawa. Zarówno niższa, jak i wyższa, były spowodowane przede wszystkim ruchami kapitałów na podłożu politycznym, przyczem zmiany w sile nabywczej funta w stosunku do dolara odgrywały stosunkowo mniejszą rolę. Korzyść z nasycenia rynku amerykańskiego złotem okazała się jednakże ponownie na przełomie roku 1924. Zwyżka cen w Stanach Zjednoczonych, która rozpoczęła się przy napływie złota i mogła rozwijać się nadal dzięki wielkiemu nagromadzonemu zapasowi nawet w pierwszych miesiącach jego odpływu, doprowadziła do znacznej poprawy stosunku siły nabywczej obu walut, mimo braku większych zmian w poziomie cen funtowych, a nawet mimo ich lekko zwyżkowej tendencji:

Data	Indeks cen w Stanach Zjednoczonych	Indeks cen angielskich	Ceny angielskie, jako % cen amerykańskich	Kurs funta w dolarach
sierpień 1924	150	165	110	4:40
listopad 1924	153	167	109	4:50
luty 1925	161	167	104	4:80

Polityka dyskontowa Banku Anglii w omawianym czasie nabiera dużego znaczenia teoretycznego przez to, że okres ten jest najdłuższym może w historii monetarnej nowoczesnej, w którym, wobec braku właściwej wymiwalności waluty, wartość jej była w takim stopniu regulowana przez Bank Centralny. Co więcej wypadki te rozgrywały się na rynku wysoce rozwiniętym pod względem organizacji kapitalistycznej i uświadomienia gospodarczo-walu-

towego oraz zupełnie przygotowanym do kierowania się w zasadniczych liniach swej polityki dyrektywami dawanymi przez wysokość stopy dyskontowej instytucji centralnej. Historia stopy oficjalnej w tych latach rozpada się zupełnie wyraźnie na dwa okresy: dziesięć zmian stopy w latach 1919—1922 stało w związku z rozwojem i przełamaniem powojennego „boom’u“ i następującą potem deflacją, podczas gdy dwie zmiany stopy dokonane w latach 1924—1925, kiedy wahania cen nie przekraczały już 15-u procent ich definitywnego poziomu, prowadziły bezpośrednio do podciągnięcia kursu funta ponad punkt wywozu złota i przywrócenia waluty złotej.

ZMIANY OFICJALNEJ STOPY DYSKONTOWEJ BANKU ANGLJI.

Data zmiany		Wysokość stopy w procentach
1919.	6 listopada podniesiona na	6
1920.	15 kwietnia „ „	7
1921.	28 kwietnia obniżona do	6 $\frac{1}{2}$
	23 czerwca „ „	6
	21 lipca „ „	5 $\frac{1}{2}$
	3 listopada „ „	5
1922.	16 lutego „ „	4 $\frac{1}{2}$
	13 kwietnia „ „	4
	15 czerwca „ „	3 $\frac{1}{2}$
	13 lipca „ „	3
1923.	5 lipca podniesiona na	4
1925.	5 marca „ „	5

Stopa dyskontowa Banku Anglii odzyskała pełną swobodę oddziaływania na rynek dopiero w końcu roku 1919. Do tego czasu bowiem możność emitowania Currency Notes w nieograniczonych ilościach, wielkie pożyczki Państwa w Banku i kontrola rynku pieniężnego przez Skarb za pomocą sprzedaży weksli skarbowych i pożyczania pieniądza krótkoterminowego odbierała jej wszelką skuteczność. Bank pozostawiał więc swą stopę od kwietnia 1917 na niezmiennym poziomie 5% i dopiero, kiedy Skarb po zaspokojeniu swoich najpilniejszych potrzeb zwolnił kontrolę rynku

i kierował sprzedażami weksli skarbowych w sposób nie sprzeciwiający się polityce drogiego pieniądza, do której dążył Bank, ten ostatni podniósł stopę 6-go listopada 1919 do 6%. Pierwsza ta zmiana nie wywarła żadnego wpływu na rozwój konjunktury i zaledwie uchroniła Bank przed gwałtownym pogorszeniem się jego pozycji. Podwyższenie stopy do 7% w dniu 8-ym kwietnia 1920 spowodowało natomiast radykalną zmianę w sytuacji gospodarczej i stało się zaczątkiem rewolucyjnego spadku cen. Pomimo tak natychmiastowego skutku, jaki podwyższenie stopy oficjalnej wywarło na zakończenie inflacji powojennej z jej niezdrowym rozwojem spekulacji, nie można wnosić, jakoby zmiana stopy była pierwszą przyczyną przewrotu. Jak wykazał *Economist*¹, opierając się na opublikowanych bilansach 63 reprezentacyjnych spółek akcyjnych angielskich, wpływ wyżki kosztu pożyczanego kapitału na podwyższenie kosztów produkcji jest tak nieznaczny, że podniesienie stopy oficjalnej o jeden procent zmniejsza przeciętne czyste zyski, wykazane w bilansach zaledwo o jeden promil ich kapitału. Wobec więc wielkich zarobków przedsiębiorców w tym okresie, zwłaszcza w razie, gdyby się powszechnie spodziewano dalszego wzrostu cen w nieskończoność, wpływ tego czynnika niemógł być wielkim. Zdaje się, że sukces odniesiony przez Bank, o ile był do zawdzięczenia podwyżce stopy, polegał w dużej mierze na tradycyjnych przyzwyczajeniach przemysłu i handlu angielskiego, który, operując przedwojennymi przyzwyczajeniami, nie zdawał sobie właściwie dokładnie sprawy z tego, jak słabą była faktyczna siła stopy dyskontowej Banku Centralnego w nieobecności tego czynnika, z którym jej wyżki kojarzyły się stale przed wojną, to znaczy bez odpływu złota, zmniejszającego ilość pieniądza, obiegającego w kraju. Z dużą dozą słuszności można również argumentować, że przewrót w sytuacji gospodarczej był spowodowany samorzutnym działaniem czynników konjunkturalnych, wyczerpywaniem się zapasów kapitałowych, na których opierał się wybuch spekulacji, a że nie nastąpił bezpośrednio skutkiem

¹ Vol. C. lipiec 1923.

stosunkowo drobnych zmian w cenie pieniądza. W tej interpretacji podwyższenie stopy dyskontowej dokonane w tej właśnie a nie innej chwili przez Bank Anglii nie byłoby również pozbawione ani znaczenia, ani uzasadnienia; tylko, zamiast występować jako czynnik wywołujący załamanie, które bez niego nigdyby nie było nastąpiło, staje się środkiem ochronnym, który zapobiegł panicznemu uciekaniu się do pomocy Banku w ostatnich chwilach przed naturalną śmiercią „boom’u“.

Spadek cen, powolny aż do października 1920 — w tym miesiącu również spadek funta wobec dolara osiągnął swe maximum — stał się bardzo szybkim od tego czasu aż do marca 1921 i trwał nadal bez żadnej przerwy, choć w powolniejszym tempie, do marca 1922. Zapotrzebowanie kredytów na przetrzymywanie zamrożonych składów towarów w nadziei na rychłe zakończenie kryzysu konsumpcji utrzymywało aż do lutego 1921 stopę rynkową na wysokim poziomie, tak że stopa dla akceptów bankowych wahała się w granicach $6\frac{1}{2}$ — $6\frac{13}{16}$ %. (Wykres II). W marcu jednakże, kiedy rozpoczęła się masowa likwidacja, stopa rynkowa również zaczęła spadać, tak że stopa dla akceptów bankowych na ultimo kwietnia wynosiła już tylko $5\frac{11}{16}$ %. Bank Anglii, osiągnąwszy zniżkę cen i w obliczu poprawy kursowej funta — kurs dolara wynosił w pierwszym tygodniu maja ok. \$ 396 wobec ok. \$ 340 w listopadzie 1920 — obniżył stopę oficjalną z 7% na $6\frac{1}{2}$ %, w dniu 28 kwietnia 1922. Spadek stopy rynkowej postępował wraz z pogłębianiem się zastoju gospodarczego, i to w tak szybkim tempie, że Bank Anglii, obniżając swą stopę o pół procent co parę miesięcy, nie mógł nadażyć za rynkiem i stopniowo tracił nad nim panowanie. W dniu 21 kwietnia 1921, to jest na tydzień przed pierwszą obniżką stopy oficjalnej z 7% na $6\frac{1}{2}$ %, stopa rynkowa wynosiła $6\frac{1}{8}$, co dawało rozpiętość między obiema stopami $\frac{7}{8}$ %, natomiast 5 lipca 1922, to jest na tydzień przed ostatnim obniżeniem stopy z $3\frac{1}{2}$ % na 3% stopa rynkowa wynosiła tylko $2\frac{1}{8}$ %, tak że ich rozpiętość wzrosła już do $1\frac{3}{8}$ %. Poziom osiągnięty przez stopę oficjalną po ostatniej obniżce był niskim nawet, jak na stosunki przedwojenne, a osiągnięcie go w stosunkowo krót-

kim czasie po zakończeniu wojny i w obliczu jeszcze nieustabilizowanej waluty było wielokrotnie tłumaczone jako dowód powrotu Londynu do jego dawnego prymatu wśród światowych rynków finansowych. Skutki tego obniżenia stopy oficjalnej nie były jednakże długotrwałe pod względem wpływu na stosunki na rynku pieniężnym. Stopa rynkowa opadała nadal już tylko przez krótki czas: po osiągnięciu najniższego poziomu $1\frac{3}{4}\%$ (co daje rozpiętość $2\frac{1}{4}\%$) w pierwszym tygodniu sierpnia podniosła się znowu w związku z lekkim ożywieniem gospodarczym w ciągu następnego miesiąca, i osiągnąwszy poziom $2\frac{1}{2}\%$ w pierwszym tygodniu września (rozpiętość $\frac{1}{2}\%$), nie opadła już do końca roku poniżej $2\frac{3}{16}\%$. Decydującym motywem przy wszystkich omawianych zmianach była konieczność utrzymywania stopy oficjalnej dostatecznie blisko stopy rynkowej, aby umożliwić Bankowi Centralnemu kierowanie rynkiem i dostarczanie mu w razie sezonowej lub konjunkturalnej ciasnoty pieniężnej dodatkowych środków z rezerwy centralnej bez wywoływania gwałtownego wzrostu stopy rynkowej. Z punktu widzenia wpływu wysokości stopy bankowej na wartość zewnętrzną funta, postępowanie Banku było, jak doświadczenie wykazało, uzasadnionem i kurs funta w chwili ostatej zniżki był nie tylko korzystniejszy, aniżeli w ostatnich chwilach panowania stopy 7-o procentowej, ale poprawiał się jeszcze przez następne przeszło pół roku. Przy pięciu z omawianych ośmiu zmian stopy, wyraźna poprawa pozycji funta w poprzednich tygodniach dawała decyzji Banku wyraźne wskazanie walutowe. Zniżki stopy w dniach 23 czerwca i 21 lipca 1921 zostały dokonane mimo wybitnie zniżkowej tendencji funta, chociaż i w tym wypadku napór kursowy miał tak wyraźnie określoną i ściśle chwilową przyczynę, mianowicie dokonywanie przez Niemcy wielkich spłat reparacyjnych w Nowym Yorku dolarami nabywanymi na rynku angielskim, że wobec zasadniczo silnej pozycji funta z punktu widzenia jego siły kupna wobec dolara (spadek cen postępował już szybciej aniżeli w Stanach Zjednoczonych) władze Banku uczyniły zupełnie słusznie, obniżając stopę, nie zrażając się pozornem przeciwskazaniem walutowem. Z punktu widzenia wpływu stopy

bankowej na wewnętrzną siłę kupna funta polityka Banku była ogromnie konserwatywna. Podniesienie stopy do 7%, wywołało wprawdzie spadek cen, ale w początkowych miesiącach odbywał on się wolniej aniżeli w Stanach Zjednoczonych, i aż do grudnia 1920 parytet siły kupna funta pogarszał się. Pierwsze obniżenie stopy nastąpiło dopiero po czterech miesiącach poprawy względnej siły kupna funta, która to poprawa posuwała się nadal przy wszystkich zniżkach stopy, nawet jeśli przy ostatnich dwu zniżkach w roku 1922 już tylko słabo się zaznaczała. Oczywiście, mówiąc o zależności stopy bankowej od wskaźnika poziomu cen, można mieć na myśli jedynie tylko zależność polityki Banku na dłuższą metę i w ogólnych jej zarysach, ponieważ czynnik, który staje się znanym dopiero po paru tygodniach, i to w sposób bardzo niepewny i ogólnikowy, nie może stawać się konkretną przyczyną poszczególnych zmian stopy, których dokonanie o tydzień wcześniej czy później jest okolicznością pierwszorzędnej wagi. W tem więc tylko znaczeniu można mówić o obniżaniu stopy w sprzyjających warunkach układu cen angielsko-amerykańskich (ceny angielskie opadły nawet przejściowo poniżej cen amerykańskich w grudniu 1922, już po ostatniej obniżce stopy) jak też i o braku w tym czasie tendencji Banku do wywierania silnego nacisku na ceny przez utrzymywanie sztucznie wysokiej stopy.

Następny okres polityki dyskontowej Banku Anglii zaczął się od utrzymywania stopy na osiągniętym niezwykle niskim poziomie, pomimo że cena pieniądza na rynku zaczęła wzrastać już wkrótce po obniżeniu stopy oficjalnej, a ceny, również powoli wzrastając, poczynają grozić zwichnięciem równowagi cen w obu krajach. Cel tej polityki był zupełnie przejrzysty: wielki rozmiar bezrobocia, które nastąpiło wraz z kryzysem deflacyjnym, mimo wszelkich środków przedsięwziętych dla zapewnienia mu jak najłagodniejszego przebiegu, zmuszał Bank do współdziałania w powrotnem narzuceniu życiu gospodarczemu żywszego tempa. O ile jednakże podniesienie stopy w psychologicznym momencie złamało zaufanie w nieograniczone możliwości zwyżki cen i sprowadziło ich zniżkę, to utrzymywanie stopy na

niskim poziomie nawet przez długi okres czasu nie było wystarczającym do zwiększenia siły konsumpcyjnej gospodarstwa światowego, ani nawet do wytworzenia przekonania o bliskim jego zwiększeniu, któreby mogło doprowadzić do wtórnego wzrostu popytu. Z natury rzeczy wynika, że kiedy jakikolwiek Bank Centralny podnosi swą stopę dla przeciwdziałania rozwojowi spekulacji, to każda zwyżka stanowi zapowiedź, że dany Bank będzie stopę podnosił jeszcze wyżej, o ile niepożądane objawy nie ustąpią. Jeśli ten sam Bank zniża swą stopę, lub ją utrzymuje na niskim poziomie, to można przypuszczać, że będzie ją dalej jeszcze obniżał, o ile zastój przemysłowy się pogłębi, ale budując nadzieje ożywienia się produkcji w tych warunkach, musi się uwzględnić, że zależność stopy dyskontowej od konjunktury nie jest zjawiskiem wprost odwracalnem, i że, skoro tylko ceny rzeczywiście się podniosą, stopa oficjalna zacznie raczej ponownie wzrastać. Mechanizm ożywiania się konjunktury w okresie niskiej stopy procentowej jest zupełnie różny od mechanizmu kryzysu skutkiem zwyżki stopy procentowej. Powiększanie się składów skutkiem spadku konsumpcji, spowodowanego wysokimi cenami, zwiększa zapotrzebowanie na kapitał, co wywołuje dalszy wzrost stopy procentowej, a to ze swej strony, uprzytomniając konsumentom prawdopodobieństwo spadku cen, wywołuje dalsze ograniczenia zbytu, tak że wszystkie wzajemne zależności działają w jednym kierunku, dopóki nie nastąpi silna zniżka cen i ograniczenie procesów produkcyjnych. Przy przezwyciężaniu kryzysu natomiast niska stopa procentowa wpływa na ożywienie się produkcji dopiero z chwilą, gdy zmniejszenie się rendyty papierów o stałym oprocentowaniu zwraca prąd nowych inwestycyj ku akcjom, których zwyżka kursu stanowi dopiero — jak to wykazały wyczerpujące badania szkoły Harvardzkiej — zaczątek ożywienia. Proces ten oczywiście trwa znacznie dłużej i ponadto od pierwszych chwil ożywienia wywołuje tendencje hamujące w postaci samoczynnego wzrastania stopy procentowej na rynku, równoległe do wzrostu cen. W Anglii obok tych czynników monetarnych, które utrudniały powrót do dobrej konjunktury równie szybki jak poprzednie nastanie konjunktury złej, po-

dobnie jak to czynią wszędzie i zawsze, zachodziły jeszcze ważne przeszkody na drodze ku poprawie po stronie produkcji. Zniszczenia lat wojennych nie ograniczyły się do samego niweczenia na polach bitew zapasów kapitału, na które składała się praca pokoleń, ani na marnotrawieniu produkcyjnych sił na tyłach — wojna, uniemożliwiając normalną pracę nad ulepszeniami i wynalazkami w dziedzinie produkcji, stwarzała w państwach wojujących zastój techniczny, który w życiu gospodarczym oznacza tylko cofanie się w wyścigu pracy. O ile już przed wojną prymat gospodarczy Anglii stawał się coraz trudniejszym do utrzymania wobec państw kontynentalnych, pracujących z pełnym entuzjazmem młodszosci rozwoju gospodarczego, to w czasie wojny odcięcie Nowego Świata od Starego, skazujące go na samowystarczalność przemysłową, stworzyło z Stanów Zjednoczonych największe mocarstwo gospodarcze świata. Usunięcie marnotrawstwa w produkcji przez niczem nie hamowaną koncentrację, oraz naukowe udoskonalanie procesów technicznych i organizacyjnych, bez względu na tradycyjne przyzwyczajenia i koszty inwestycyjne, zwiększyło rentowność przemysłu amerykańskiego do tego stopnia, że przyrost roczny kapitału w Stanach Zjednoczonych począł przewyższać przyrost kapitału w Anglii, gdzie konserwatyzm i interwencjonizm zwolniły tempa postępu. Zjawisko to ma inną jeszcze konsekwencję, która coprawda dałaby się pozytywnie udowodnić jedynie w drodze studjów statystycznych, ogromnie mozolnych, a jeszcze nie przeprowadzonych. Większa rozpiętość między materjalnymi składnikami kosztów produkcji a cenami skończonych produktów, która musi zaistnieć w Anglii celem odrzucenia tego samego dochodu od kapitału inwestowanego w danej produkcji co w Stanach Zjednoczonych, z jednej strony zwiększa koszt angielskich produktów eksportowych przy tym samym poziomie ogólnym cen hurtowych, robocizny i kapitału, a z drugiej wobec przymusowego wyrównywania się cen na wspólnych rynkach eksportowych zmniejsza rentowność przemysłu angielskiego w porównaniu z amerykańskim i stanowi podniecię do lokowania kapitałów przemysłowych w tym ostatnim kraju. Pierwszy z powyższych dwóch efektów tłumaczy zjawisko,

które uwydatniło się zwłaszcza po powrocie do waluty złotej, mianowicie że kurs funta wobec dolara jest właściwie solidnie ufundowany bilansem wypłat międzynarodowych dopiero wtedy, gdy porównywanie indeksów cen hurtownych daje funtowi pewną nadwyżkę siły nabywczej w stosunku do dolara. Tylko w tym ostatnim wypadku bowiem ceny eksportowe mogą osiągnąć poziom nie wyższy od cen amerykańskich na analogiczne artykuły eksportowe, lub też — o ile czynnik drugi działa silnie — poziom o tyle niższy, że wpływ jego na bilans płatniczy wyrównuje tendencję odpływu kapitałów inwestycyjnych poza ocean. W tej sytuacji jasnym się staje, dlaczego Bank Anglii, nawet wtedy, gdy jak przed powrotem do złota, stara się doprowadzić do odpływu złota z Anglii, aby w ten sposób stworzyć podstawę monetarną do zwwyżki cen w Stanach Zjednoczonych, musi tak starannie zapobiegać każdej zwwyżce poziomu cen angielskich.

Zwwyżka stopy oficjalnej z 3% na 4% w dniu 11 lipca 1923 była spowodowana bezpośrednio głównie pobudkami natury walutowej. Lekka zwwyżka cen z końca r. 1922 zatrzymała się zupełnie w kwietniu i wykazywała odtąd raczej tendencję zniżkową. Wprawdzie odmienny nieco rozwój sytuacji cen w Stanach Zjednoczonych sprawiał, że parytet siły nabywczej który poprawiał się aż do grudnia 1922, później się pogorszył, ale pogorszenie to było stosunkowo bardzo niewielkie. Natomiast podniesienie stopy dyskontowej Federal Reserve Bank w Nowym Yorku w lutym 1923 z 4% na 4½%, co zwiększało odległość między nią a stopą londyńską na 1½%, wywarło zdecydowany wpływ na kurs funta, który zaczął powoli, ale z widocznie wzrastającym rozpędem zniżkować wobec dolara. Sytuacja na rynku pieniężnym bynajmniej nie zmuszała Banku Anglii do podwyższenia oficjalnej stopy, ponieważ stopa rynkowa utrzymywała się na poziomie bardzo niskim, tak że nawet zwwyżka dyskonta w Nowym Yorku — która powinna była wywołać pewien napływ pieniądza na tamtejszy rynek — nie przeszkodziła dalszemu jej spadkowi. Z chwilą jednakże podniesienia oficjalnego minimum rynek lojalnie zastosował się do wytworzonej sytuacji, tak że odległość między stopą ofi-

cialną a rynkową została nawet wkrótce zmniejszona. Krok Banku Anglii wywołał burzę niezadowolenia w sferach przemysłowych angielskich, dla których miesiące te stanowiły pierwszy okres ożywienia po katastrofie roku 1920. Próba użycia mechanizmu monetarnego dla wywarcia ponownego nacisku deflacyjnego na ceny została okrzyczana jako zdrada podstawowych interesów gospodarczych kraju, i Bank, chociaż nie obniżył swej stopy, zaprzestał takiego jej podwyższania, które byłoby koniecznym dla zapobieżenia omawianej poprzednio „ucieczce od funta“ z końca roku 1923. Abstynencją Banku w tym względzie można coprawda usprawiedliwić tem, że momenty polityczne — kryzys reparacyjny i obawy przed inflacją i ustawodawstwem socjalistycznym w Anglii — grały tutaj rolę o tyle większą od czynników gospodarczych, że istotnie drobna zmiana rendyty papierów angielskich, skutkiem zmiany stopy oficjalnej, mogła była nie odegrać żadnej roli w tych wypadkach.

Bank Anglii zachował niezmienną wysokość swojej stopy cztero-procentowej przez czas stosunkowo długi, bo aż do marca 1924. Ta jednakże niezmiennosc nabrała znaczenia aktywnego środka polityki monetarnej wobec zmian, które w tym czasie zachodziły na rynku nowojorskim i nawet stanowiła pod pewnym względem zupełne odwrócenie dotychczasowego stosunku obu rynków. Pięć na dziewięć zmian stopy londyńskiej w latach 1920—22 było dokonanych jednocześnie z zmianami stopy nowojorskiej¹, ale stopa londyńska, z paru zaledwie krótkimi wyjątkami, utrzymywana była poniżej stopy amerykańskiej. W ciągu roku 1924, po ustaleniu Planu Dawes'a i rozwiązaniu w ten sposób kwestji reparacyjnej, Federalne Banki Rezerwowe poczęły prowadzić dalekowzroczną politykę dopomagania Anglii w powrocie do złota, widząc w tym ostatnim konieczne prelu-

¹ Nie można stąd wyciągać wniosku, jakoby Bank Anglii postępował stale za śladami Federal Reserve Bank, bo chociaż obydwie Rady zasiadają dla decydowania o zmianach stopy we czwartek o tej samej godzinie, jednakże, dzięki różnicy czasu po obu stronach oceanu, posiedzenie w Londynie odbywa się o pięć godzin wcześniej. Nie wyklucza to oczywiście możliwości porozumienia poprzedniego między obu bankami, ale opublikowane źródła nie dają w tym kierunku żadnej wskazówki.

djum do ogólnej pacyfikacji walutowej Europy. W tym też celu Federal Reserve Bank w Nowym Yorku, obniżając swoją stopę dyskontową o pół procent w kwietniu, czerwcu i sierpniu 1924, doprowadził ją do poziomu 3%, co wobec pozostania stopy londyńskiej na dawnym poziomie dawało jej marżę jednego procentu ponad stopą nowojorską.

Sytuacja cen angielskich w tym czasie nie rozwijała się pomyślnie. Zwyżka ich w końcu r. 1923, niedostateczna zniżka w połowie r. 1924 i ponowna zwyżka w końcu tego ostatniego stale pogarszały parytet siły nabywczej funta, który też doszedł do pessimum w listopadzie tegoż roku. Z tego punktu widzenia pozostaje kwestją otwartą, czy podniesienie stopy w tym okresie, mimo przejściowych trudności, które wywołałoby, nie byłoby przyspieszyło powrotu do złota i przez wpływ deflacyjny na ceny nie byłoby silniej ufundowało podstaw reformy monetarnej. Relatywna jednakże zwyżka stopy londyńskiej wobec nowojorskiej, chociaż wpłynęła na zmianę poziomu cen angielskich dopiero w samym końcu r. 1924, była zupełnie wystarczającą, aby wywołać silny ruch płynnych kapitałów ku Londynowi. Dużą pomocą w tym kierunku było oczywiście uspokojenie polityczne i na kontynencie i w Anglii, oraz zastąpienie wypłat niemieckich na rachunek reparacji w Nowym Yorku napływem kapitału w odwrotnym kierunku, zapoczątkowanym pożyczką reparacyjną Dawes'a, a trwającym z niesłabnącą siłą przez następnych parę lat. Kurs funta pod wpływem tych czynników zwyżkował, z krótkimi tylko przerwami, przez cały rok 1924 i zachował tę tendencję aż do kwietnia 1925.

Federal Reserve Bank w Nowym Yorku przeprowadzał obniżki swej stopy, chociaż sytuacja wewnątrzno-amerykańska nie dawała żadnych pozytywnych wskazówek w tym kierunku. Na tem miejscu należy jednakże podkreślić z naciskiem okoliczność, że wielka siła pozycji Banków Federalnych, która im pozwalała na stosowanie tak niezależnej inicjatywy, pochodziła przedewszystkiem z wielkich transportów złota, które przez szereg poprzednich lat Anglja skierowywała ku wybrzeżom amerykańskim. Mimo więc, że Bank Anglii przez swoje wstrzymywanie się od

nabywania złota z nowej produkcji afrykańskiej nie wywołał pierwotnie zamierzonej zwyżki cen w Stanach Zjednoczonych, to jednak uzyskał jako pośredni rezultat swej dalekowzrocznej polityki tę pierwszorzędną pomoc techniczno-bankową, która znakomicie ułatwiła ostateczne uregulowanie międzynarodowej pozycji funta.

Bank Anglii, chociaż nie podniósł stopy oficjalnej — co nie może zbyt dziwić wobec wielkiego oburzenia, które ostatnia podwyżka wywołała w sferach przemysłowych — osiągnął bardzo podobny efekt, zobowiązując banki londyńskie do stosowania pewnych minimalnych stawek przy pożyczaniu pieniądza dziennego. Skutkiem tego układu stopa rynkowa, która od końca marca do początku czerwca utrzymywała się około 1% poniżej stopy oficjalnej, zbliżyła się ku niej i w okresie lipiec 1924—luty 1925 była od niej niższa już tylko o przeciętnie około $\frac{1}{4}$ %. W tej sytuacji Bank Anglii spodziewał się, jak się zdaje, że powrót do złota będzie się mógł odbyć bez potrzeby podnoszenia stopy, któreby zwiększyło zaznaczającą się w pewnych sferach opozycję przeciwko oficjalnej polityce monetarnej. Zamiany te uniemożliwił jednakże w ostatniej chwili Federal Reserve Bank w Nowym Yorku, który, chociaż rozpoczął politykę obniżania stopy niezależnie od lokalnych stosunków rynkowych, został zmuszony przez wzmagający się wywóz złota ze Stanów Zjednoczonych do podniesienia stopy o $\frac{1}{2}$ % z ważnością od dnia 5 marca 1925. Bank Anglii, który się o tem dowiedział dopiero po zakończeniu czwartkowego posiedzenia Rady, nie mógł już na czas podwyższyć swej stopy oficjalnej, ale wobec konieczności utrzymywania stopy angielskiej powyżej stopy amerykańskiej, Gubernator Banku zawiadomił rynek, jak utrzymuje prasa finansowa z tego okresu, że Bank skorzysta z przysługującego mu prawa dyskontowania powyżej stopy oficjalnej i że w konkretnych wypadkach będzie stosował stopę o jeden procent wyższą. Wywołało to ten niezwykły objaw, że stopa rynkowa utrzymywała się przez tydzień na poziomie wyższym od oficjalnej stopy dyskontowej, nie wywołując mimo to żadnego anormalnego naporu rynku na Bank. Zwyżka stopy bankowej na 5% została oficjalnie ogłoszona 11 marca i stopa

pozostała na tym poziomie przez pierwsze pięć miesięcy odrodzonej waluty złotej.

Na tem miejscu należy wspomnieć jeden jeszcze szczegół, chociaż zachodzi tu, zdaje się, zbieg okoliczności raczej przypadkowy: przez cały okres funta papierowego Bank Anglii udzielał kredytu bill-brokerom w formie pożyczek krótkoterminowych, zabezpieczonych zastawem weksli. Dopiero w ostatnich stadjach przed powrotem do złota pojawiło się znowu dyskontowanie weksli i odzyskało znaczenie zbliżone do swej roli przedwojennej.

Pomiędzy rokiem 1919 a powrotem do złota system monetarny nie miał nic ze swej przedwojennej logicznej prostoty. Długi szereg współzależności, który czynił z ruchów kilku sztab żółtego metalu z piwnic lub do piwnic na Threadneedle Street wskaźnik tendencyj gospodarczych ogólno-światowych, załamał się zupełnie. Ustał również ścisły związek, jaki zachodził dawniej między pozycją Banku Anglii, jako prywatno-gospodarczej jednostki, a ogólną sytuacją finansową, dzięki któremu trudno było nieraz ocenić, czy poszczególne posunięcie Banku ma na celu ochronę jego własnej pozycji bilansowej, czy też ustroju kredytowego gospodarstwa społecznego. Przegląd motywów, którymi Bank kierował się — względnie mógł się kierować — przy ustalaniu swej stopy dyskontowej w tych latach, uwidocznił już w dostatecznej mierze skomplikowanie pozycji powojennej i na tem tle stanie się zrozumiałym zanik znaczenia tego wskaźnika finansowego, który przed wojną prawie że zastępował wszystkie inne, mianowicie stosunku rezerwy Banku do jego zobowiązań. (Wykres I).

Zupełne wyeliminowanie Banku Anglii z rynku złota pozbawiło rezerwę Banku wszelkiego związku z wartością międzynarodową funta; zjawiska analogiczne do zwiększania się rezerwy przy przekroczeniu punktu importu złota i zmniejszanie się jej przy opadnięciu poniżej punktu eksportu złota wogóle w czasie faktycznej niewymienialności funta nie zachodziły. Jedynym czynnikiem, który mógł wpływać na wielkość rezerwy, był ruch banknotów z Banku do obiegu i naodwrot. Tutaj wszakże istnienie Currency Notes zmieniło, jak poprzednio podkreślano, znaczenie rezerwy

Banku. Zwiększone zapotrzebowanie środków obiegowych było zaspakajane, zwłaszcza jeśli chodziło o zapotrzebowanie sezonowe, przede wszystkim emisją Currency Notes, tak że ich „rezerwa emisyjna“ (różnica między maksymalnym obiegiem niepokrytym a faktycznym obiegiem niepokrytym) silnie się wahała z tygodnia na tydzień. Ogólna rezerwa środków obiegowych (rezerwa Banku Anglii plus rezerwa emisyjna Currency Notes) stanowi nowy wskaźnik, który bardzo jaskrawo wskazywał na istnienie silnego napięcia finansowego zarówno przed podniesieniem stopy do 7% w r. 1920 jak i do 4% w r. 1923. Z drugiej strony jednakże zachodziły w tej cyfrze duże zmiany, które nie wywoływały żadnej reakcji ze strony władz Banku, nie mówiąc już o dużych zmianach po każdym Nowym Roku w związku ze zmniejszaniem się granicy prawnej niepokrytego obiegu Currency Notes. Podobnie jak obok wielkości bezwzględnej rezerwy Banku Anglii uwzględniano również, a nawet przede wszystkim, stosunek jej do zobowiązań Banku, tak samo dla ogólnej rezerwy emisyjnej można obliczyć jej stosunek do zobowiązań Banku. Wskaźnik ten naogół nie odbiega znacznie od samej bezwzględnej wielkości tej rezerwy, choć oczywiście ulega znacznie silniej wahaniom sezonowym w związku z wzrostem depozytów bankowych na ultimo roczne i półroczne. Po przejściu emisji Currency Notes przez Bank Anglii w r. 1928, wskaźniki rezerwy i stosunku rezerwy Banku stały się, ściśle biorąc, odpowiednikami omawianych wskaźników „ogólnej rezerwy“ i „stosunku ogólnej rezerwy do zobowiązań Banku“, a nie owych, częściowe tylko znaczenie posiadających, wskaźników „rezerwy Banku“ i „stosunku Rezerwy Banku“ z lat 1919—28. W ciągu pierwszych pięciu lat istnienia systemu emisji Currency Notes w ramach corocznie określanego maksimum emisji niepokrytej nie mogły się jednak te uzupełnione wskaźniki stać świadomą podstawą polityki dyskontowej Banku, ponieważ były czynnikiem zbyt nowym i brakło szeregu lat, w czasie których możnaby zaobserwować przeciętną krzywą sezonowości ich ruchów, mogącą służyć za sprawdzian ich późniejszych odbiegnięć od normy.

ROZDZIAŁ CZWARTY.

Powrót do złota.

„To secure the public against any other variations in the value of currency than those to which the standard itself is subject, and, at the same time, to carry on the circulation with a medium the least expensive, is to attain the most perfect state to which a currency can be brought, and we should possess all these advantages by subjecting the Bank to the delivery of uncoined gold or silver at the Mint standard and price, in exchange for their notes, instead of the delivery of guineas; by which means paper would never fall below the value of bullion, without being followed by a reduction of its quantity“.

(Ricardo, Proposals for an Economical and Secure Currency).

Pieniądz, który nie posiada wartości materialnej sam przez się, może być albo walutą wolną, której wartość określa obrót bez względu na wartość jakiegokolwiek poszczególnego dobra, a jedynie przez szereg współzależności opartych w ostatnim rzędzie o stosunek podaży danej waluty do podaży dóbr w tem samym gospodarstwie, albo też może opierać swą wartość na możliwości wymiany jej na dobro materialne, spełniające w poszczególnem gospodarstwie narodowem lub międzynarodowem rolę pieniądza. Wymienialność papierowych środków płatniczych na złoto, które w wieku XX-ym zdobyło sobie znaczenie prawie że wyłącznego pieniądza i międzynarodowego miernika wartości c

może przybierać różne formy, w których łatwość i bezpośredniość otrzymania istotnego pieniądza światowego za symbolizujące go pieniądze narodowe stopniowo się zmniejsza. Decydującym czynnikiem są oczywiście faktyczne możliwości wymiany waluty krajowej na międzynarodową: możliwości prawne, o ile dają korzystniejsze warunki otrzymania złota od warunków faktycznie stosowanych przez władze monetarne pewnego kraju — taki bowiem tylko przypadek wchodzi w praktyce w rachubę — wpływają na wartość danej waluty jedynie jako czynnik spekulacyjny, jako podstawa do nadziei, że w dalszej lub bliższej przyszłości władze monetarne wprowadzą w życie postanowienia ustawowe, które wtedy dopiero poczną działać, jako efektywne czynniki rynkowe.

Wartość waluty może być utrzymywana na zupełnie nieruchomym poziomie wobec wartości złota, lub też wymienialność może być urządzona w ten sposób, aby wahania między obiema wartościami minimizować, ale ich zupełnie nie znosić. Najdokładniejszą ich zależność daje pełna waluta złota, przy której Bank Emisyjny jest ustawowo zobowiązany do wymiany swych banknotów na złoto w monetach lub sztabach, gdzie wywóz tego złota jest dozwolony bez żadnych ograniczeń, i gdzie wymiana odbywa się po zupełnie ściśle oznaczonej cenie¹, a z drugiej strony,

¹ Ten ostatni punkt uwydatniał się przed wojną zwłaszcza w kontraście między rynkiem paryskim a londyńskim, który czynił faktycznie z Londynu jedyny europejski rynek złota zupełnie wolny. Bank Anglii sprzedawał złoto po cenie menniczej, t. j. po £ 3:17:10¹/₂, za jedną uncję, przez co dolny punkt złoty w Londynie był bezwzględnie ustalony. Bank Francuski natomiast miał opcję wymiany swych banknotów na złoto i srebro, i chociaż poszczególnemu posiadaczowi biletów, przedstawiającemu je przy okienku, nie odmawiał wymiany na złoto — stwierdza to kategorycznie Gubernator Banku Francji w interviewie z National Monetary Commission — ale przy podjęciach wielkich sum przez arbitrażerów kruszcu Bank żądał pewnej premji za wypłaty w złocie, a nie srebrze, przez co punkt wywozu złota z Paryża ulegał pewnemu obniżeniu zależnie od nie dającej się ściśle przewidzieć polityki Banku. Kontrast ten jest ciekawy jeszcze przez to, że stwierdza, iż dla wprowadzenia wolnego rynku złota nie trzeba posiadać wielkiego zapasu złota, ale trzeba być przygotowanym na jego nieograniczony odpływ w chwilach niżsiki kursu waluty.

gdzie złoto każdej chwili może być zamienione na walutę, zarówno przez sprzedaż instytucji emisyjnej, jak też i przez wybite w mennicy. Obieg monet złotych stanowi zarówno widomy znak niezmiennej wartości waluty wobec złota, jak też i dodatkową rezerwę dla instytucji emisyjnej, która nie jest ograniczona co do ilości złota, które może oddać zagranicy swoim własnym tylko zapasem, ale może jeszcze odwołać się do zapasów, znajdujących się na wolnym rynku.

Obok tego typu ustroju monetarnego wytworzył się typ drugi, który zapewniał stałość waluty wobec złota w sposób mniej efektywny, ale równie skuteczny. Waluta pozłacana, którą przed wojną miały Indje, Austrija i Wyspy Filipińskie, polegała na sprzedaży przez centralne instytucje emisyjne nie złota, ale przekazów na światowe centra handlu złotem, gdzie mogły być bez trudności i bez straty na kursie zamienione na złoto. Dokonywanie tych sprzedaży po stałym kursie chroniło walutę przed stratą wartości w stosunku do złota, a obowiązek instytucji emisyjnych względnie mennic do przyjmowania złota po stałej cenie chroniły ją przed wzrostem wartości. Dowodem skuteczności tego systemu było między innymi to, że chociaż żaden z tych instytucji emisyjnych złota nie sprzedawał, monety złote mogły się utrzymywać przez całe lata w obiegu, nie ulegając przetopieniu, ani nie uciekając zagranicę.

Pomiędzy obu systemami istniał jeszcze pośredni sposób zapewnienia wymienialności, wydedukowany przez Ricarda w czasie niewymienialności funta w okresie wojen napoleońskich¹ z ścisłej analizy mechanizmu regulacji kursów weksli przez ruchy złota. Już w tym czasie zauważył on, że obieg złota w kraju nie wpływa w niczem na wartość międzynarodową danej waluty, że granicę dolną wahań kursu weksli na ten kraj stanowi zawsze punkt, przy którym wywóz złota na wypłaty międzynarodowe poczyna się opłacać, i że kurs waluty może być na tym poziomie stabilizowany, mimo braku monet złotych w obiegu, o ile tylko Bank Emisyjny jest zawsze gotów sprzedawać złoto

¹ The High Price of Bullion a Proof of the Depreciation of Banknotes, 1809, Proposals for an Economical and Secure Currency; with Observations on the Profits of the Bank of England 1816.

ze swych zapasów po nieziennej cenie. Przed wojną system ten był uważany raczej za ciekawostkę teoretyczną, za przykład niepraktycznych abstrakcyj, do których prowadzi oderwane od życia rozumowanie ekonomiczne¹. Oszczędność kapitału realnego, którą można dzięki niemu osiągnąć, i jednocześnie zapobiegawczy jego wpływ przeciwko deflacji, wynikającej z niedostateczności światowych zapasów złota, zwróciły uwagę podczas osłabienia finansowego wielkiej wojny na jego wyższość logiczną. Komitet Lorda Cunliffe'a, obradujący prawie dokładnie w sto lat po wydaniu traktatów Ricarda, choć nie powołując się na niego, ani nie powtarzając dosłownie jego sformułowań, zalecił przyjęcie zasadniczych jego myśli. Obieg złota w kraju, wyparty w czasie wojny przez Currency Notes, został uznany za przeżytek, powrót do którego może stać się celem polityki monetarnej w bardzo odległej przyszłości, ale który stanowi zupełnie zbyteczny luksus tak długo, jak Bank Anglii będzie zobowiązany do dostarczania złota w sztabach na każde żądanie arbitrażerów. System ten został nazwany przez Królewską Komisję dla Waluty i Finansów Indyjskich pod przewodnictwem Hiltona Younga „the Gold-bullion Standard“, co na polskie nie całkiem dokładnie zostało przetłumaczone jako „waluta kruszcowo-złota“.

Zarówno waluta połączana jak i waluta kruszcowo-złota zyskały znacznie na popularności po wojnie, zwłaszcza od czasu konferencji genueńskiej, która ich przyjęcie uznała za jeden ze środków ułatwienia współpracy Banków Emisyjnych. Praktyka wytworzyła tu jeszcze jeden system wymiennalności, który, raczej krótko coprawda aniżeli dokładnie mógłby być opisany jako „waluta złota alternatywna“. Banki Centralne są mianowicie zobowiązane do wymiany swoich biletów na złoto w monetach, złoto w sztabach, albo wypłaty na obce centra handlu złotem po stałym kursie, przy czem wybór sposobu wymiany zależy albo od Banku Emisyjnego (np. waluta niemiecka według statutu Reichsbanku z r. 1924, waluta kolombijska), albo od wierzyciela (np. waluta chilijska).

¹ P. naprzykład Gide & Rist, *Histoire des Doctrines Economiques*, Ks. I, Ricardo, § 4.

Obok tych systemów, zapewniających stałość kursu pewnych walut wobec złota, istnieją jeszcze liczne systemy, nadające pewne granice i kierunki odchyleniom ich wartości. Praktyczne możliwości stwarzania odmian są tu prawie nieograniczone, ale zasadniczo wszystkie te typy dadzą się sprowadzić albo do wymiany waluty na złoto po zmiennym kursie — przykładem może tu znowu być Bank Anglii, który w latach 1818—1821 był zobowiązany do sprzedaży złota za banknoty, początkowo po kursie, niewiele odbiegającym od ceny złota po uwzględnieniu disagia na rynku, a dopiero stopniowo w określonych podwyżkach powracającym do dawnego parytetu — albo też do wymiany waluty krajowej na dewizy po zmiennych kursach. Do tej ostatniej kategorii należą interwencje kontynentalnych Banków Emisyjnych w czasie inflacji, gdzie banki bądźto starały się zapewnić walutom swych krajów dolną granicę wahań kursowych — którą zresztą pod wpływem wypadków zmuszone były przeważnie prędzej lub później obniżyć — bądź też tylko ogólnie starały się osłabiać wahania kursów in minus, nie zdając sobie dokładnie sprawy z konkretnych rezultatów, które chciały osiągnąć.

Ostatnim wreszcie typem wymienialności waluty jest ustrój, nieco zbliżony do ostatnio wymienionych, gdzie mianowicie waluta krajowa jest utrzymywana na mniej więcej stałym poziomie wobec złota przez sprzedażę po stałym kursie dewiz nie na kraje o walucie złotej, ale na kraje o walucie, której wartość niewiele odbiega od wartości złota. Przykłady takich walut są rzadkie, ponieważ nikt nie godzi się chętnie na uzależnienie swego życia gospodarczego od poziomu cen w innym kraju, który w dodatku nie daje pełnej gwarancji utrzymania ich, jeśli nie na stałym poziomie to przynajmniej na równi z ogólnoswiatowymi cenami złotymi. Rzesza Niemiecka, której plan Dawes'a dawał do wyboru stabilizację marki wobec funta lub wobec złota, wybrała bez wielkiego namysłu tę ostatnią ewentualność. Walutą omawianego rodzaju był jednakże gulden gdański, w okresie z przed powrotu funta do złota, gdyż Bank Gdański jest statutowo zobowiązany do sprzedaży wypłaty na Londyn po stałym kursie.

Wymienialność waluty na złoto, którego nie wolno ani eksportować, ani przetapiać na metal, nie jest z punktu widzenia stabilizacji jej wartości żadną wymienialnością. Istnienie zapasu złota w Skarbcu Banku Emisyjnego nie wywiera żadnego magicznego wpływu na kurs dewiz, o ile Bank złota tego nie sprzedaje na wywóz w momentach, gdy spadek kursów dewiz pozwala na osiągnięcie zysku arbitrażowego z tego rodzaju transakcji. Każda waluta, której ustrój jest skonstruowany tak, jak ustrój waluty angielskiej w latach 1919–1925, jest walutą wolną, której wartość jest określona przez jej podaż w stosunku do podaży dóbr i ewentualnie przez pewne wpływy spekulacji, liczącej na podjęcie w przyszłości wypłat złotych. W tym ostatnim związku często podnoszono, że duże zapasy złota w Banku Emisyjnym poprawiają kurs waluty już przez sam fakt swojego istnienia, ponieważ zwiększają prawdopodobieństwa szybkiego powrotu do waluty złotej; argumentacja ta wydaje się bardzo mało ugruntowaną: już przedwojenny kontrast pomiędzy polityką Banku Anglii a Banku Francuskiego dostatecznie uwydatnił, że hojność szafowania złotem w wypłatach międzynarodowych nie zależy bynajmniej od wielkości posiadanego zapasu metalu, ale wyłącznie od zapatrywań sfer decydujących na zasadnicze problemy walutowe. Tembardziej więc wydaje się wątpliwem, aby po wielkich zmianach w zapasach złota, wywołanych przez koncentrację złota z obiegu w czasie wojny i wśród zupełnie nowych stosunków polityczno-walutowych, samo oderwane istnienie korzystnego stosunku pokrycia miało w opinii publicznej decydujące znaczenie dla oceny przyszłego rozwoju kursu poszczególnych walut.

Zakaz wywozu złota bez licencji udzielanej przez Kanclerza Skarbu, wprowadzony przez Gold Export Control etc. Act z r. 1920, wygasał automatycznie z końcem grudnia 1925 roku. Poprawa kursu funta wobec dolara, która, rozpoczynając się jeszcze w pierwszej połowie roku 1924, prawie z każdym miesiącem nabierała siły i rozpędu, była coraz powszechniej rozumiana jako oznaka, że zdawna upragniony powrót Anglii do waluty złotej staje się kwestją najbliższej przyszłości. W czerwcu tegoż roku Kanclerz Skarbu,

pragnąc nadać swojej decyzji autorytet, którego poczynania Ministrów Skarbu z natury rzeczy w dziedzinie walutowej nie mają, powołał komitet pod przewodnictwem Sir John Bradbury'ego dla określenia właściwej chwili do przywrócenia wymienialności funta i ujednostajnienia obu odrębnych obiegów znaków pieniężnych.

Zasadnicze alternatywy, które stały do wyboru przed władzami angielskimi, zostały rozstrzygnięte już w raporcie tymczasowym Komitetu Lorda Cunliffe'a z r. 1918. Wówczas już zalecono, aby funt został przywrócony do roli waluty złotej, której wartość waha się zupełnie zgodnie z wartością złota, i aby zaniechano czynienia z niego waluty manipulowanej, którą władze monetarne będą stabilizowały w ten sposób, że ogólny poziom cen wewnętrznych będzie wykazywał możliwie najmniejsze odchylenia, a natomiast będzie się zmieniała jej wartość międzynarodowa. Również przyjęcie Ricardowskiej zasady waluty złotej bez obiegu monet złotych tam się znajduje, w ustępie, którego najistotniejsza część brzmi:

„Po pierwsze zauważamy, że podczas gdy obowiązek wypłaty w złocie zarówno biletów Banku Anglii jak i Currency Notes powinien, naszym zdaniem, być utrzymany, to wewnątrz obieg monet złotych ani nie jest potrzebny do utrzymania efektywnej waluty złotej, ani też nie uważamy, aby szybki powrót do niego był pożądanym. W obecnej chwili przynajmniej uważamy, że będzie więcej ekonomicznem, aby złoto spoczywało w jednej centralnej rezerwie, jako pokrycie obiegu banknotów“.

Wreszcie Komitet Cunliffe'a sprzeciwił się zmianom statutu Banku Anglii, polegającym bądźto na połączeniu Wydziału Emisyjnego i Wydziału Bankowego, bądźto na ustaleniu zasady emisji banknotów pokrytej złotem w pewnym określonym procencie obiegu, bądźto wreszcie na ustaleniu kontyngentu emisji niepokrytej, który mógłby być przekraczany po zapłaceniu państwu podatku penalizacyjnego. Wzamian za to zaproponował on połączenie emisji Currency Notes i banknotów w tej formie, że Bank będzie emitował banknoty jedno- i pół-funtowe (do czego poprzednio nie miał prawa), wycofa zapomocą nich Currency Notes

z obiegu i nabędzie od Skarbu wszystkie papiery obiegowe, które służyły jako pokrycie tych ostatnich¹.

Nie załatwił natomiast Komitet Cunliffe'a kwestji chwili powrotu do złota, oznaczył tylko osiągnięcie rezerwy złotej £ 150,000,000, jako konieczny tego warunek; dalej nie określił wielkości niepokrytej emisji Currency Notes, podając tylko omawiany poprzednio system pół-automatycznego zmniejszania tej granicy z roku na rok, ani wreszcie chwili połączenia obu emisyj choć wyraźnie uznał, że połączenie to może się odbyć dopiero w pewien czas po powrocie do złota, kiedy życie samo okaże jak wielka emisja niepokryta może się utrzymać w obiegu, nie wywołując odpływu metalu. Komitet Bradbury'ego, chociaż formalnie został powołany dla wydania opinji o chwili i sposobie zjednoczenia obu emisyj, zajął się faktycznie rozwiązaniem wszystkich powyższych problemów, a nawet powtórnie musiał zająć stanowisko wobec kwestji, o których Komitet Cunliffe'a był już wypowiedział swoje ostateczne zdanie. O ile bowiem opinja publiczna początkowo godziła się bez zastrzeżeń na konkluzje tego ostatniego, to w ostatnich miesiącach przed powrotem do złota coraz silniej poczęły się odzywać głosy sprzeciwiające się wogóle powrotowi do złota i żądające ustanowienia waluty wolnej, stabilizowanej w stosunku do cen wewnętrznych, ale nie w stosunku do innych walut². Ruch ten był przede wszystkim odbiciem interesów przemysłów eksportowych angielskich, dla których obniżenie cen angielskich z połowy r. 1924, za wysokich o około 10% w stosunku do cen amerykańskich, konieczne w razie braku tendencyj inflacyjnych w Ameryce dla utrzymania kursu funta na parytecie przedwojennym, było ostatecznością, której chciano za wszelką cenę uniknąć. Zarówno teoretycy

¹ Uzupelnieniem tej reformy a raczej jej wyprzedzeniem miało być zastąpienie złota w Currency Notes Account banknotami; w wykonaniu tego programu pokrycie, składające się w końcu roku 1919 z £ 28,500,000 złota, zostało zamienione wzgl. zwiększone stopniowemi dodatkami banknotów, aż po wejściu w życie waluty złotej wyniosło £ 55,250,000 w banknotach. Przy przejściu emisji Currency Notes przez Bank emisja w tej wysokości automatycznie się skompensowała.

² Zasadnicze stanowisko tej szkoły przedstawione wyczerpująco u J. M. Keynes, Tract on Monetary Reform.

tego ruchu z Keynes'em na czele jak i praktycy¹ coraz natarczywiej domagali się bądźto zaniechania definitywnego myśli o powrocie do złota, bądź też, jako malum necessarium, powrotu do złota, ale na parytecie niższym od przedwojennego. Komitet Bradbury'ego żądania te odrzucił a limine i we wszystkich zasadniczych kwestjach poparł stanowisko Komitetu Cunliffe'a.

W chwili, kiedy komitet zaczynał obradować (czerwiec 1924), disagio funta wobec dolara wynosiło jeszcze około 10%, w chwili zaś wykończenia jego raportu zmniejszyło się już do około 1½%. Ceny, które przy dziesięcio-procentowym disagio funta znajdowały się mniej więcej w równowadze, znalazły się wobec tego na poziomie zbyt wysokim w stosunku do cen amerykańskich, pomimo nawet zmniejszenia się ich rozpiętości nominalnej. Fakt podwartościowości funta posłużył Komitetowi do wysnuęcia paradoksalnego lecz logicznego wniosku o konieczności natychmiastowego powrotu do złota. Komitet mianowicie uznał że lepiej jest ceny obniżyć natychmiast i utrzymać funt przy kursie już zdobytym, aniżeli, pozwalając cenom utrzymać się na dotychczasowym poziomie, dopuścić do ponownego spadku kursu, pociągającego za sobą niepewność walutową o zupełnie nieprzewidywalnym trwaniu. Utrzymanie dotychczasowego kursu, wymagało zniżki cen o około 8½%, doprowadzenie go jednakże do parytetu wymagało tylko zniżki większej o około 1½%, co stanowiło różnicę tak małą, że, jeśli się wogóle zamierzało stabilizować funt wobec złota, korzystniej było doprowadzić jego kurs odrazu do definitywnego celu, do parytetu przedwojennego.

Komitet przejął z raportu Komitetu Cunliffe'a kolejność reformy walutowej, żądając najpierw, i to w jak najszybszym czasie, podjęcia wypłat w złocie, a odkładając połączenie obu emisyj na czas późniejszy, oznaczając tylko jako pożądaną datę rok 1928. Nowością były jednakże konkretne propozycje, mające na celu ochronę rynku złota w pierwszych czasach jego istnienia, a polegające na przesunięciu

¹ Ci ostatni w formie memorjału złożonego przez Federation of British Industries Kancelarzowi Skarbu, Winstonowi Churchillowi.

w miarę możności obowiązków finansowania międzynarodowego krótko- i długoterminowego z Londynu na inne centra finansowe.

Utrzymywanie stopy londyńskiej ponad stopą nowojorską od połowy r. 1924 przesunęło na Nowy York przede wszystkim ciężar finansowania kredytów rebusowych, dążących z natury rzeczy do wyzyskania rynku najtańszego. Pomoc, którą Londyn musiał ubocznie udzielić w ten sposób swojemu rywalowi na stanowisko pierwszego rynku finansowego świata, była oczywiście z jego strony przykrą abdykacją. Od listopada 1924 Londyn zrzucił ze siebie również ciężar finansowania długoterminowego w drodze nieoficjalnego zakazu plasowania emisji zagranicznych, tak zwanego „embargo on foreign loans“ narzuconego rynkowi przez Bank Anglii. Forma wykonania tego zakazu jest zjawiskiem może najbardziej typowo angielskim z pośród wszystkich okoliczności, towarzyszących powrotowi do złota. Zakaz ten nie przybrał formy żadnej oficjalnej normy prawnej; Gubernator Banku Anglii zawiadomił domy emisyjne, że Bank aż do odwołania niechętnie będzie patrzył na emisje papierów zagranicznych, i wywołał tem w całej pełni zamierzony skutek. Skuteczność zakazu tego wynikała w dużej mierze z patryjotyzmu domów emisyjnych, które godziły się na czasowe ukrócenie swoich zarobków dla wzmocnienia ustroju finansowego kraju, ale środki presji, którymi Bank Anglii dysponował, były również silne. Jak wyjaśnił kierownik nie nazwanego domu emisyjnego w rozmowie z *Financial News*¹, Bank Anglii może wpłynąć na komitet giełdy, aby ten nie dopuścił do notowań pewnego papieru, może utrudniać stworzenie syndykatu gwarancyjnego i podobnymi sposobami utrudniać samo dojście do skutku transakcji, ale przede wszystkim dom, który się naraża jego życzeniom, musi się liczyć z tem, że o ile kiedykolwiek popadnie w trudności finansowe, nie może liczyć na pomoc instytucji centralnej. Najjaskrawszy przykład przesunięcia finansowania pożyczek międzynarodowych na Nowy York, emisja pożyczki \$75,000,000 dla Au-

¹ *Financial News*, 6 stycznia 1925.

stralji na tamtejszym rynku w lipcu 1925, już po powrocie do złota świadczy, że dla celów walutowych Anglja była podówczas gotowa wyrzec się nawet tak politycznie ważnego dla niej monopolu, jakim było finansowanie Dominjów.

Podróż Montagu Normana do Nowego Yorku w styczniu 1925, dalej podniesienie stopy Banku Anglji na 5% po podniesieniu stopy nowojorskiej na $3\frac{1}{2}\%$ w marcu utrwały powszechne przekonanie, że powrót do złota odbędzie się jeszcze przed wygaśnięciem zakazu wywozu złota 31-go grudnia 1925 i że mowa budżetowa Kanclerza Skarbu będzie zawierała w tej mierze decydujące oświadczenie. Nadzieje te nabrały takiej siły, że, obok przenoszenia płynnych kapitałów z Nowego Yorku do Londynu dla uzyskania wyższego oprocentowania, możność uzyskania w krótkim czasie zarobku na podejściu waluty angielskiej do parytetu wywołała masowe spekulacyjne zakupy funtów, których powstanie Rząd zresztą starał się usilnie popierać odpowiedniemi rozsiewaniem wiadomości o swoich zamierzeniach w dziedzinie walutowej. W ten sposób silna zwyżka funta w pierwszych miesiącach roku 1925 odbywała się przedewszystkiem pod znakiem ruchu płynnych kapitałów, a bez względu na stosunek cen i bilans handlowy obu krajów. Wpływy zwyżkowe były jednakże dostatecznie silne, aby przeciwdziałać skutecznie naciskowi niżkowemu wobec dolara, wynikającemu z wspomnianych poprzednio zakupów złota dla Indyj w Nowym Yorku. Technicznie waluta angielska znalazła się podówczas w tej sytuacji, że istniała duża pozycja spekulacyjna we funtach, która zostałaby natychmiast wycofana w popłochu, gdyby spodziewany powrót do złota nie był nastąpił, otwierając możliwości ponownego spadku. Wprawdzie uzyskanie powrotu kursu do parytetu przez spekulacyjne lokaty krótkoterminowe, a nie przez samo wyrównanie siły nabywczej obu walut, zawierało w sobie groźbę odpływu tych kapitałów również w razie dokonania powrotu do złota przed dokończeniem procesu wyrównania się cen, ale ruch ten byłby w każdym razie powolniejszy, i, co ważniejsze, władze monetarne mogły spodziewać się z bardzo wielkiem prawdopodobieństwem powstania tendencji przeciwdziałają-

cych. Wobec bowiem rozpowszechniania się w okresie rekonstrukcyj monetarnych waluty pozłacanej, rezerwy utrzymywane przez Banki Centralne danych krajów w centrach finansowych o walucie złotej wzrosły już były do pokaźnych rozmiarów; ponieważ zaś w tym okresie jedynie Nowy York był zupełnie wolnem centrum handlu złotem, wszystkie te rezerwy z konieczności tam się gromadziły. Z chwilą jednakże przywrócenia Londynowi jego dawnego stanowiska walutowego, już sama zasada rozkładania ryzyka musiała doprowadzić banki emisyjne, operujące walutą pozłacaną, do rozdzielenia swych rezerw między obydwie rynki, a nawet do dania Londynowi pewnej przewagi, ze względu na wyższe oprocentowanie depozytów i lokat. Okoliczność ta nie tylko sprzyjała powrotowi Anglii do złota, ale tłumaczy również do pewnego stopnia dużą popularność, którą w obu państwach anglo-saskich zyskała waluta pozłacana, jako program zalecany innym do przyjęcia.

Winston Churchill w swojej mowie budżetowej z 28 kwietnia 1925 nie zawiódł pokładanych w nim nadziei; nie tylko oświadczył, że zakaz wywozu złota i stapiania monet, wygasający w końcu roku, nie będzie odnowiony, ale również uspokoił obawy oddania poziomu cen angielskich w wyłączną zależność od cen amerykańskich (dotychczas bowiem jedynie tylko Stany Zjednoczone, Kanada i Szwecja miały walutę złotą) zapowiedzią, że Australia, Nowa Zelandja, Holandja i Indje Holenderskie wprowadzą walutę złotą równocześnie z Anglią a Południowa Afryka od 1-go lipca tegoż roku, przez co procesy wyrównawcze, wynikające z międzynarodowych ruchów złota, miały uzyskać nieporównanie szerszą podstawę. Formalnie powrót do złota polegał na udzieleniu Bankowi Anglii generalnej licencji na wywóz złota sprzedawanego z jego zapasów w okresie przed wygaśnięciem ustawy o zakazie jego wywozu i na uchwaleniu 13 maja 1925 „ustawy o walucie złotej“ (The Gold Standard Act 1925, 15 & 16 Geo. V. ch. 29).

Komitet Cunliffe'a, projektując przejście do stabilizacji kursu funta sprzedażą sztab złotych bez obiegu monet złotych, był przekonany, że uda się stan taki osiągnąć bez zmieniania podstaw prawnych waluty, a jedynie przez dal-

sze stosowanie presji wychowawczej ze strony banków celem przyzwyczajania publiczności do wyłącznego używania pieniędzy papierowych. Komitet Bradbury'ego wyrażał te same myśli, tylko coprawda w formie niebardzo przekonującej nadziei. Ustawa o walucie złotej okazała się jednakże radykalniejszą i przyjęła w całości plan waluty Ricardowskiej, zwalniając ustawowo Bank Anglii od obowiązku wymiany własnych biletów i Currency Notes na monety złote (Gold Standard Act, par. 1 a i b). Dalszym krokiem, który musiał jeszcze być przeprowadzonym dla wyeliminowania obiegu monet złotych, było zwolnienie mennicy od przymusu wybijania monet dla każdego, kto dostarczy przepisaną ilość złota (par. 1. c). Wybijanie monet miało się odbywać odtąd jedynie na rachunek Banku Anglii, przez co ten ostatni otrzymywał pełną swobodę decydowania, czy i kiedy wewnętrzny obieg złota ma być znowu zaprowadzony. W stosunkach przedwojennych wybijanie monet złotych odbywało się wyłącznie na rachunek Skarbu albo Banku Anglii, tak że postanowienie o zawieszeniu wolnej wybijalności złota nie dało się praktycznie odczuć. Mimo to jednak postanowienie to ma zasadnicze znaczenie i w pewnych, coprawda mało prawdopodobnych, warunkach mogłoby doprowadzić wobec ograniczonej ilości monet złotych pozostałych z przeszłości do powstania nadwartościowości ich zarówno wobec funta papierowego, jak i wobec ich zawartości złota.

Dla związania wartości funta ze złotem w obu kierunkach Bank Anglii pozostał zobowiązany do kupowania złota za swoje bilety po cenie £ 3:17:9 za uncję próby 11/12 oraz do sprzedawania złota w [sztabach wagi około 400 uncyj czystego złota każdemu płacącemu w godzinach kasowych w głównym oddziale Banku w Londynie w pieniądzu, mającym prawną moc zwalniania od zobowiązań (a więc w biletach Banku albo w Currency Notes) cenę £ 3:17:11 $\frac{1}{2}$ za uncję próby 11/12. Dla międzynarodowego arbitrażu złotem postanowienia te również nie stanowiły bardzo wielkiej innowacji, ponieważ rodzaj sztab, które Bank miał sprzedawać, odpowiadał ściśle zwyczajom tego handlu. Zmianą — obok zwolnienia Banku od obo-

wiązku wymiany indywidualnych biletów na złoto — było jednakże, tłumaczące się dążnością do zupełnej centralizacji arbitrażu, zwolnienie Banku od wszelkiego rodzaju dostarczania złota w jego oddziałach prowincjonalnych. Wobec pojawiających się niekiedy głosów, uznających walutę kruszcowo-złotą za odmianę jedynie waluty pozłacanej, różną od pełnej waluty złotej, należy z całym naciskiem podkreślić, że, jeśli chodzi o stanowisko międzynarodowe danej waluty, poglądy te nie oddają ściśle istoty zjawiska. Zarówno pełna waluta złota, jak i waluta kruszcowo-złota, zobowiązują instytucję emisyjną do dostarczania arbitrażowi walutowemu bezpośrednio ostatecznego międzynarodowego pieniądza, jakim jest złoto. Istnienie czy nieistnienie obiegu metalowego jako dodatkowej rezerwy złota posiada może pewne znaczenie dla polityki emisyjnej danych krajów, ale nie dla ustalenia międzynarodowej stałości ich walut, jeśli zaś obieg nabiera dla arbitrażu znaczenia w tym sensie, że może się ono z niego wprost zaopatrywać w złoto, pomijając Bank Centralny, to jest to tylko dowodem, że ten ostatni, utrudniając wymianę złota ze swych zapasów, albo wogóle odstępuje od zasad waluty złotej albo też, sprzedając metal po cenie wyższej aniżeli gospodarczo uzasadnione, obniża dolny punkt wywozu złota. Charakterystyczną natomiast cechą waluty pozłacanej jest, że nie dostarcza ona arbitrażowi nigdy bezpośrednio kruszcu, lecz tylko możliwość otrzymania go przez odwołanie się do stojącego zewnątrz innego rynku międzynarodowego, przyczem oczywiście dojście do złota nietylko odwleka się w czasie, ale staje się jeszcze zależnym zarówno od rzetelności przynajmniej obu instytucyj emisyjnych, wchodzących tu w grę, jak i od stałości ustawodawstwa monetarnego owego trzeciego centrum finansowego.

Ustrój prawny waluty angielskiej nie doszedł od razu do swej definitywnej formy. Ustawa o zakazie wywozu złota z r. 1920 nie została bowiem zniesiona przez ustawę o walucie złotej z r. 1925 i obowiązywała nadal, aż do końca grudnia tego roku. W tym okresie przejściowym więc wywóz złota był dozwolonym tylko w dwu wypadkach: jeżeli złoto było wyprodukowane w jakiejkolwiek części Imperjum

Brytyjskiego (na podstawie pierwszej z tych dwu ustaw) i jeżeli złoto było nabyte od Banku Anglii, na podstawie generalnej licencji udzielonej przez Skarb na ten okres. Jeżeli jednak naprzykład złoto było przywiezione do Londynu przez arbitrażerów kontynentalnych na sprzedaż na tamtejszym rynku, wywóz był dozwolony tylko, o ile Skarb udzielił specjalnego pozwolenia na wywóz, albo jeżeli sprzedaż odbywała się za pośrednictwem Banku Anglii. Pod tym względem wytworzony stan prawny odpowiadał pierwotnym zaleceniom Komitetu Cunliffe'a, który radził, aby na stałe złoto na eksport było dostarczane tylko przez Bank Anglii i aby złoto, znajdujące się w wolnym obrocie, nie mogło wchodzić do obrotu międzynarodowego bez przejścia przez kasy Banku. Zdaje się, że wśród głosów krytyki pod adresem Kanclerza Skarbu nie podniósł się żaden, któryby mu czynił wyrzuty z powodu odstąpienia w Gold Standard Act od tego stanowiska, a przyjęcia i na tym punkcie liberalniejszych projektów Ricarda. Zupełnie już przypadkowo następstwem nachodzenia na siebie obu ustaw było to, że aż do 31 grudnia 1925 wytapianie złota z monet i używanie ich do celów nie-pięniężnych było, formalnie rzecz biorąc, wzbronione. Wobec jednakże zniknięcia agia na złoto postanowienie to nie miało już żadnego znaczenia praktycznego.

Uzupełnieniem powyższej reformy waluty i zamknięciem okresu zmian w ustroju monetarnym, spowodowanych przez wojnę światową, było połączenie emisji Banku Anglii i Currency Notes. Komitet Bradbury'ego doradzał, ażeby unifikację przeprowadzić dopiero w dwa lata po przywróceniu waluty złotej, tak aby można było na podstawie doświadczenia oznaczyć, jak wielką może być emisja niepokryta, nie powodująca spadku rezerw złota poniżej granicy £ 150,000,000, zaleconej przez Komitet Cunliffe'a. Wobec prawdopodobnego powrotu do złota w końcu roku 1925 Komitet Bradbury'ego określił koniec roku 1927 jako datę powzięcia decyzji o unifikacji emisji. Spadek obiegu Currency Notes w tych latach okazał się bardzo nieznacznym. Granica prawna emisji niepokrytej, która na rok 1925 była oznaczona na £ 260,000,000, spadła w roku 1926 na £ 247,900,000,

ale już tylko na £ 246,010,000 w roku 1927 i £ 244,930,000 w roku 1928. W ciągu tych lat tak znaczna ilość Currency Notes mogła się utrzymywać w obiegu, nie wywołując wyraźnego odpływu złota z kas Banku. Niepewność pozycji walutowej jednakże i środki, jakie Bank musiał przedsięwziąć, aby funt utrzymać w bezpiecznej odległości od dolnego punktu złotego, a zwłaszcza bardzo znaczny odpływ złota już po unifikacji emisji w r. 1929, nasuwają pewne wątpliwości, czy okres próby był istotnie dość długi i czy przy odroczeniu terminu ostatecznej decyzji jej podstawy cyfrowe nie byłyby zostały ułożone nieco odmiennie. Ustawa o przejęciu emisji Currency Notes przez Bank Anglii, nazwana Currency and Bank Notes Bill 1928 (18—19, Geo. V, ch. 13), wprowadziła w życie wszystkie zasadnicze zalecenia Komitetu Cunliffe'a w tej kwestji. Przejęto za jego radą zasadę Bank Act'u z r. 1844, to znaczy oznaczono stałą granicę emisji niepokrytej złotem, przyczem każdy banknot emitowany ponad tę granicę musiał być pokryty złotem w całej pełni. Dla oznaczenia maksymalnej granicy emisji Currency & Bank Notes Act oparł się, jak to wyjaśnił Podsekretarz Stanu Samuel, wnosząc akt do parlamentu, na stosunkach istniejących w chwili jego opracowywania. Suma £ 260,000,000 podana przez niego jako granica emisji niepokrytej wynika z dodania granicy maksymalnej emisji niepokrytej Currency Notes, wynoszącej na rok 1928 £ 244,930,000, i kontyngentu niepokrytego Banku £ 19,750,000 (razem £ 264,680,000) zaokrąglonego wdół, w przewidywaniu zmniejszenia się obiegu skutkiem mającego wkrótce nastąpić zastąpienia waluty angielskiej irlandzką w Południowej Irlandji. Nowy ten kontyngent nie został jednak określony tak ściśle jak dawny kontyngent Peel'owski. Przedewszystkiem, przejmując zasadę wyrażoną w par. 3-im Currency Notes Act 1914 a opartą na doświadczeniach w czasie kryzysów, dozwolono na czasowe przekraczanie kontyngentu emisji za każdorazowym zezwoleniem Kanclerza Skarbu. Aby jednakże zaznaczyć, że przepis ten ma znaczenie jedynie wyjątkowe, nazwano go w ustawie postanowieniem o „Emergency Currency“¹, a w dal-

¹ W czasie debaty parlamentarnej zwolennicy „obiegu elastycznego“, to jest opartego o procentowe pokrycie złotem, występowali bar-

szym ciągu, pragnąc uniemożliwić powtórzenie się wojennych przejść z emisją pieniądza w nieograniczonych ilościach, ograniczono maksymalny okres ważności poszczególnego zezwolenia Kanclerza Skarbu do sześciu miesięcy. W razie zaś odnowienia zezwolenia po tym okresie łączne ich trwanie nie może przekraczać dwu lat bez zgody parlamentu wyrażonej w formie ustawy. Ustawa jednakże w poczuciu, że osiągnięta deflacja może się w przyszłości okazać niedostateczną, stwarza mechanizm do zmian niepokrytej emisji i w odwrotnym kierunku. Na wypadek mianowicie, że rozmiar jej okaże się w przyszłości zbyt wielkim, Kanclerz Skarbu otrzymał prawo zmniejszania kontyngentu do wysokości wskazanej w odpowiednim wniosku Banku.

Na podstawie Bank Actu Peel'a emisja niepokryta złotem musiała być pokryta starodawnym długiem książkowym Skarbu wobec Banku w wysokości £ 11,015,100, reszta zaś (czyli ostatnio £ 8,734,900) dowolnymi papierami lokacyjnymi. Currency & Bank Notes Act zmienił te zasady o tyle, że dał Bankowi zupełną swobodę co do pokrycia emisji poza wspomnianymi £ 11,015,100, a więc pozwolił mu również na zaliczanie do niego weksli handlowych i akceptów bankowych na wzór kontynentalny. Prawie że wyłącznie formalne znaczenie ma zastąpienie upoważnienia do włączania do pokrycia srebra — z którego zresztą Bank, jak poprzednio wspominano nigdy nie korzystał — upoważnieniem do włączania doń monet srebrnych. Postanowienie to tłumaczy się jedynie chęcią ułatwienia połączenia obu emisji przy istnieniu w pokryciu Currency Notes około £ 5,000,000 w srebrze.

Udział Skarbu w zyskach emisyjnych Banku wyrażał się w rocznej opłacie £ 3,000,000, pojętej jako ryczałt za zwolnienie banknotów od podatków i opłat stemplowych. Powiększenie kontyngentu emisji niepokrytej przeszło dziesięciokrotne zmuszało do rewizji tej kwestji, tembardziej, że wszelkie dochody z papierów procentowych, służących

dzo energicznie przeciwko tej nazwie, spodziewając się, że w razie jej pominięcia będzie możliwem stałe stosowanie w polityce emisyjnej angielskiej, bez dalszej zmiany ustawy, zasad emisji kontynentalnych.

jako pokrycie Currency Notes, a które Bank Anglii miał nabyć, przechodziły po potrąceniu drobnych kwot na rezerwę na pokrycie ewentualnej deprecjacji tych papierów, na Skarb Państwa. Currency & Bank Notes Act rozwiązał kwestję radykalnie, a zupełnie w myśl wypowiedzeń Sir Robert Peel'a o Wydziale Emisyjnym, jako o instytucji państwowej, działającej na terenie Banku ale od niego niezależnie¹. Cały mianowicie zysk na emisji banknotów, pozostały po pokryciu efektywnych wydatków Banku w związku z ich drukiem, emisją i t. d. przechodzi odtąd w całości na Skarb. Ustawa pozostawia porozumieniu Skarbu i Banku techniczne oznaczenie wysokości zysków, płynących z emisji, oraz uzasadnionych potrąceń z niego, nie podając żadnych konkretnych cyfr. Sprawa ta była kilkakrotnie poruszana w czasie debat budżetowych w Izbie Gmin, ale Kanclerz Skarbu nigdy nie udzielił wyczerpujących wiadomości, jakie były cyfrowe rezultaty porozumienia osiągniętego przez niego z władzami Banku.

Dalszą zmianą wprowadzoną przez Currency Notes Act 1928 równocześnie z poprzednimi jest ograniczenie, przynajmniej teoretyczne, posiadania złota w Anglii. Myśl ustawy jest w pewnym sensie uzupełnieniem zasadniczej podstawy waluty kruszcowo-złotej, jak też i przygotowaniem prawem ewentualnych ograniczeń praktycznych, któreby mogły być stosowane w razie powtórzenia się kryzysu walutowego. Bank Anglii mianowicie, aby mieć pełną kontrolę nad rynkiem złota, otrzymał prawo żądania od wszystkich posiadaczy złota w Anglii o wartości ponad £ 10,000 ujawnienia zapasów metalu, nie przeznaczonych na eksport, a nawet prawo zakupu po cenie ustawowej. Aby nie niepokoić handlu złotem, ani też nie narażać na szwank zaufania międzynarodowego do pewności bankowej Londynu, zaufania, wyrażającego się między innymi w pozostawianiu w Londynie znacznych ilości złota jako „*earmarked gold*“ w Banku Anglii, wyraźnie wyjęto z pod tych obciążeń złoto, należące do obcokrajowców. To ostatnie zastrzeże-

¹ Por. str. 9 co do cech, zbliżających bilety Banku Anglii do typu pieniądza państwowego.

nie, zamieszczone w ustawie w chwili coraz częściej pojawiających się planów stworzenia waluty międzynarodowej opartej o centralne depozyty złota lub choćby tylko ułatwienia obrotu arbitrażowego przez rozpowszechnienie sprzedaży złota, złożonego w neutralnym centrum finansowem bez faktycznego przewozu metalu, a jeszcze przed powstaniem konkretnego projektu Banku Wypłat Międzynarodowych w Bazyleji, miało prawdopodobnie na celu również wzmocnienie pozycji Londynu jako światowego centrum tych ruchów. Można mieć bardzo silne wątpliwości, czy tego rodzaju zapewnienie o nieszkodliwości przepisu, przypominającego najgorsze nadużycia wojenne państw w zakresie walutowym, i robiącego dziwne wrażenie w ustawie, mającej być właśnie ostateczną likwidacją anormalności przeszłego okresu, może mieć wielkie znaczenie i czy właśnie nie uprzytomni raczej drżemącego niebezpieczeństwa. Zarówno z punktu widzenia ambicji walutowej brytyjskiej, jak i pacyfikacji gospodarczej świata, można tylko mieć nadzieję, że to małostkowe a groźne w swych skutkach postanowienie zostanie w jak najszybszym czasie usunięte z ustawodawstwa angielskiego.

Wykaz tygodniowy, który Bank jest zobowiązany ogłaszać w London Gazette na podstawie Bank-Act'u Peel'a, zmienił się tylko o tyle, że wzrósł obieg po jednej stronie wykazu Wydziału Bankowego, a po drugiej zamiast £ 8,734,900 „innych aktywów“ pojawiły się rubryki „papiery państwowe“, „inne lokaty“ i „monety srebrne“, których suma łącznie z dawnym „długiem państwa“ w wysokości £ 11,015,100 wynosi stale £ 260,000,000, chociaż poszczególne te trzy pozycje ulegają lekkim wahaniom z tygodnia na tydzień. W wykazie ustawowym Wydziału Bankowego zmiany nie nastąpiły. Bank Anglii jednakże odczuwając prąd czasu, wymagający od niego większej dozy jawności, rozpoczął ogłaszanie pełniejszego wykazu, uzupełniając w ten sposób największe przynajmniej niedomówienia wykazu ustawowego. Pozycja „inne aktywa“ została mianowicie rozdzielona na pozycję „dyskonto i pożyczki“, obejmującą dyskonto i pożyczki dla rynku pieniężnego i te same rodzaje kredytu w odniesieniu do „prywatnych“ klientów Banku ze sfer prze-

mysłowych i handlowych, i na pozycję „papiery wartościowe“, obejmującą inwestycje Banku w papierach długoterminowych niepaństwowych. Po stronie pasywów powrócono do ogłaszania, tak jak przed rokiem 1877, depozytów banków clearingowych w osobnej pozycji, mianowicie dzieląc dawne „inne depozyty“ na „depozyty banków“ i „inne rachunki“. O ile rozróżnienie przeprowadzone po stronie pasywów wyjaśnia w całej pełni ten najistotniejszy punkt dla oceny sytuacji na rynku pieniężnym, jakim jest wysokość rezerw kasowych banków utrzymywana na rachunkach clearingowych w Banku Centralnym, to szczegóły nowo podawane odnośnie do aktywów nie wyczerpują jeszcze wszystkich niejasności. Chociaż bowiem okazała się w ten sposób naczynie duża rola, jaką dla gospodarki Banku mają inwestycje w papierach wartościowych a stosunkowo małe znaczenie w normalnych okresach kredytów ściśle bankowych, nie wiadomo jeszcze z całą pewnością, w jakim zakresie korzystają z kredytów dyskonterzy rynkowi a w jakim klientela niebankowa. Wprawdzie rynek naogół zdaje sobie sprawę z tego, czy jego członkowie korzystają w danej chwili z pomocy kredytowej Banku Centralnego, wobec czego w pewnych okresach wiadomo, że wszystkie kredyty tego ostatniego są zaabsorbowane przez jego własną klientelę, ale w chwilach, gdy rynek jest wpędzony do Banku, brakuje pewnego wskaźnika rozmiaru jego zapotrzebowania. Rozszerzony wykaz, ogłaszany przez Bank w formie przez niego samego obranej, zmienił również sposób ujmowania rachunkowego emisji: wprawdzie pozostawiono zwyczaj emitowania banknotów do pełnej ustawowej granicy emisji, ale zamiast podawać, jak dawniej, ogólną wysokość emisji w wykazie Wydziału Emisyjnego i wielkość rezerwy banknotów w Wydziale Bankowym (przyczem cyfrę obiegu trzeba było dopiero wyliczać na podstawie tych cyfr) zaczęto podawać w Wydziale Emisyjnym wielkość obiegu faktycznego, rezerwę banknotów natomiast dwukrotnie, w Wydziale Emisyjnym między pasywami, a w Wydziale Bankowym między aktywami.

Ustawa nie określiła daty przeprowadzenia amalgamacji obu rodzajów pieniądza, pozostawiając to porozumieniu

Banku i Skarbu. Przejęcie Currency Notes przez Bank, to jest uznanie ich z krytyczną datą za zobowiązania Banku przed fizyczną wymianą ich na bilety bankowe o wartości nominalnej jednego funta i dziesięciu szylingów, które Bank miał odtąd prawo emitować, nastąpiło dnia 22 listopada 1928. W ten sposób wykaz Banku z dn. 21 listopada wykazuje emisję banknotów wyższą o £ 19,750,000 od jego zapasu złota, a wykaz Currency Notes Redemption Account z tej samej daty jest ostatnim, jaki się ukazał. Wykaz Banku z 28 listopada natomiast wykazuje już emisję banknotów £ 419,038,945, to jest wyższą o nowy kontyngent £ 260,000,000 ponad zapas złota w wysokości £ 159,038,945. W całości wykaz ten, posiadający znaczenie wprost historyczne, przedstawiał się w nowej formie następująco:

WYDZIAŁ EMISYJNY

Dług Państwa	£ 11,015.100	Emisja bankno-	
Inne papiery państwowe	„ 233,568.550	tów: W obiegu	£ 367,001.148
Inne walory	„ 10,176.193	W Wydziale	
Monety srebrne	„ 5,240.157	Bankowym	„ 52,087.797
Łącznie obieg niepokryty	£ 260,000.000		
Złoto w monetach i sztabach	„ 159,088.945		
	<u>£ 419,088,945</u>		<u>£ 419,088,945</u>

WYDZIAŁ BANKOWY

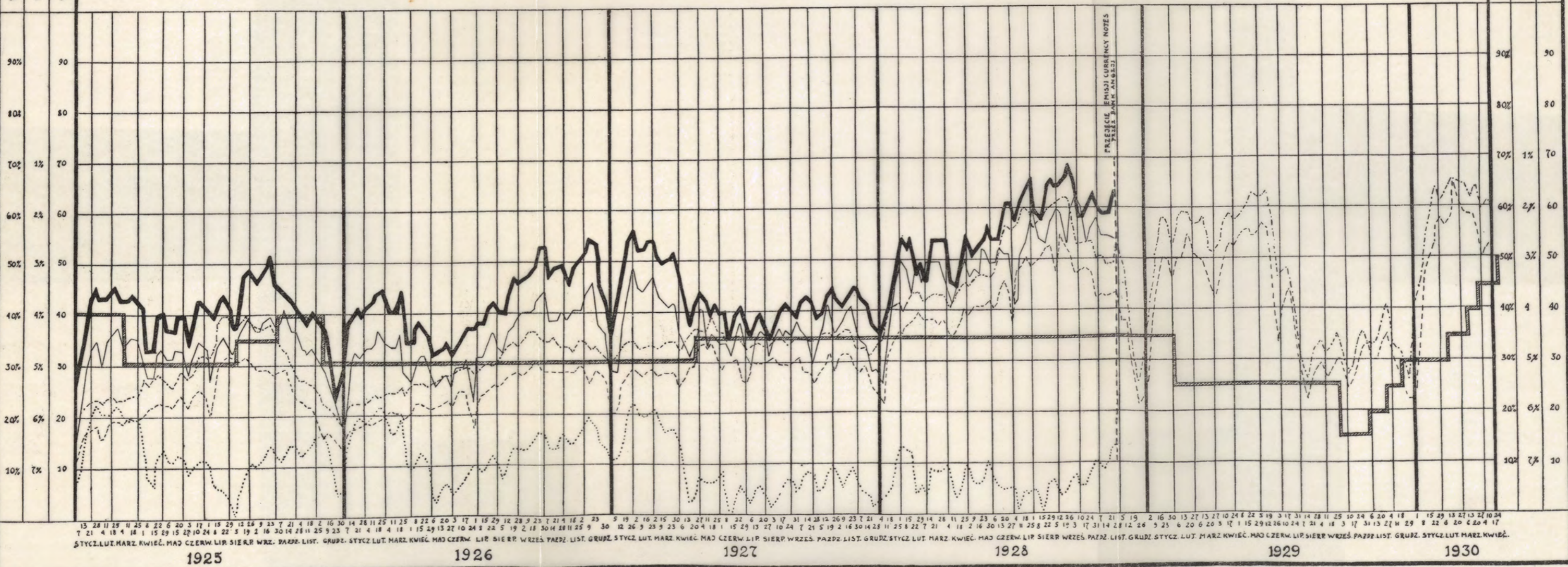
Papiery państwowe	£ 52,180.327	Kapitał	£ 14,553.000
Inne lokaty:		„Rest“	„ 3,254.001
Dyskonto i pożyczki	„ 13,586.293	Depozyty publiczne	„ 21,452.051
Papiery wartościowe	„ 20,214.855	Inne depozyty: Banki	„ 62,379.409
Banknoty	„ 52,087.797	Inne rachunki	„ 37,185.203
Monety złote i srebrne	„ 757,041	Przekazy 7-io dniowe i inne	„ 2,649
	<u>£ 138,826,313</u>		<u>£ 138,826,313</u>

Bank, powiększając swoją emisję, zeskamotował jednakże w ciekawy sposób rezerwę emisyjną około £ 12,000,000¹, wynikłą z utrzymywania się emisji Currency Notes o taką mniej więcej sumę poniżej maksymalnej granicy ich emisji (Wykres III). W razie zupełnie normalnego przeprowadzenia całej transakcji wszystkie Currency Notes, które mogły być emitowane do wysokości pokrycia nabywanego przez Bank od Rządu, a nie znajdujące się w ręku publiczności, powinny były wpłynąć do Wydziału Bankowego jako aktywum, mianowicie jako zwiększenie rezerwy, znajdując kontrpozycję w analogicznym wzroście depozytu Skarbu Państwa jako tego, na kogo przechodzi rezultat netto likwidacji Rachunku Wykupu Currency Notes. W rzeczywistości jednakże Bank uniknął zupełnie zwiększenia swojej widocznej rezerwy, wzrost jej bowiem w tym tygodniu z £ 49,032,214 na £ 52,844,838 nie wykracza zupełnie poza normalne bieżące wahania, tak samo jak równoczesny wzrost rachunków Państwowych z £ 14,898,189 na £ 21,452,051. Zjawisko to nie zwróciło na siebie uwagi i nie zostało oficjalnie ani półoficjalnie wyjaśnione, tak że jest się skazanym na zupełnie dowolne domysły co do sposobu stworzenia tej dodatkowej cichej rezerwy emisyjnej. Trudno jest bowiem przypuścić, aby po szeregu tygodni, w których obieg Currency Notes ulegał tylko bardzo małym zmianom i to z wyraźną tendencją kurczenia się, nastąpił był taki bądź co bądź poważny jego wzrost. Nasuwa się przypuszczenie, że albo Bank umieścił te dodatkowe Currency Notes w jakimś zaprzyjaźnionym banku prywatnym na rachunek swój czy Skarbu, bądź też Rachunek Wykupu Currency Notes nie został jeszcze wówczas zamknięty, a tylko zaprzestano go od tej daty ogłaszać (w takim razie byłby na nim pozostał zapas ok. £ 12,000,000 Currency Notes przemianowanych na bilety Banku, których Skarb mógł użyć na pokrycie wydatków bieżących, nie przeprowadzając tych transakcyj normalną drogą przez swój rachunek w Banku Anglii) albo wreszcie mógł je Bank traktować podobnie jak złoto „earmarked“ na rachunek zagraniczny, to znaczy przecho-

¹ Po uwzględnieniu zmniejszenia łącznego kontyngentu emisji niepokrytej przez Currency & Bank Notes Act.

WYKRES III

- STOPA DYSKONTOWA BANKU ANGLJI
- REZERWA BANKU ANGLJI
- NIEWYKORZYSTANA EMISJA CURRENCY NOTES
- OGÓLNA REZERWA EMISYJNA
- STOSUNEK REZERWY BANKU ANGLJI DO JEGO DEPOZYTÓW
- STOSUNEK OGÓLNEJ REZERWY EMISYJNEJ DO DEPOZYTÓW BANKU ANGLJI



wywać je fizycznie razem z ogólnymi zapasami kasowymi w swych skarbcach, ale nie wykazywać ich wcale w swoich ogłaszanych wykazach tygodniowych.

Rynek złota w Londynie powrócił do swojej roli przedwojennej, przestał być jedynie tylko centrum handlowem, za pośrednictwem którego producenci transwalscy rozprzedawali produkt swych kopalń, zwiększający zapas światowy kruszcu, ale stał się znowu swoistem połączeniem rynku towarowego i precyzyjnie zorganizowanego mechanizmu monetarnego. Cena złota, kształtująca się przedtem podobnie jak cena każdego innego towaru — jeśli abstrahujemy od wpływu na nią ustawowo związanej oferty na złoto ze strony Federalnych Banków Rezerwowych, wyrażonej jednakże w dolarach — pod wpływem swobodnej gry popytu i podaży, została teraz ograniczona w obydwu kierunkach. Nikt nie potrzebował płacić za uncję złota świeżej produkcji transwalskiej więcej aniżeli £ 3:17:10¹/₂, gdyż po tej cenie mógł nabyć złoto z dawnych zapasów monetarnych od Banku Anglii, ani też producenci nie potrzebowali sprzedawać złota ani na potrzeby przemysłowe ani na cele monetarne taniej aniżeli po £ 3:17:9, gdyż po tej cenie znajdowali zawsze nabywcę na nieograniczone ilości metalu w Banku. Stabilizacja ceny złota wobec funta pociągała za sobą w dalszym ciągu stabilizację kursu funta — w granicach punktów złotych — wobec innych walut złotych, co w konsekwencji wprowadzało zasadniczą zmianę w techniczną pozycję spekulacji dewizowej. O ile w czasie oderwania funta od złota każdy spadek kursu uprzytomniał nieograniczone prawie możliwości dalszego rozwoju kursu w tym kierunku i wywoływał falę zakupów spekulacyjnych obcych walut, powiększającą tylko tendencje zniżkowe, to odtąd spadek funta ku dolnemu punktowi złotemu wywoływał raczej spekulacyjne zakupy funtów, wobec świadomości, że obowiązek Banku dostarczenia złota na wywóz po stałej cenie zapobiega w zupełności opadnięciu kursu poniżej tego punktu. Przed wojną świadomość ta była tak powszechną, że rynek nie przypuszczał nawet, że Bank mógłby niesprostać swoim zobowiązaniom. Po wojnie jednakże, obawiano się powszechnie,

że powrót do wolnej wymienialności waluty będzie oznaczał w pierwszym rzędzie odpływ metalu, i to tak może silny, że zanim spowodowana nim deflacja zdąży doprowadzić do automatycznego wyrównania się bilansu płatniczego, Bank będzie musiał zaprzestać wydawania złota, czyniąc temsamem z funta z powrotem walutę niewymienialną. Aby zapobiec powstawaniu takich obaw, Bank Anglii zapewnił sobie z góry poparcie zagranicznych potęg finansowych, w pierwszym rzędzie banków amerykańskich. Montagu Norman udał się w styczniu 1925 do Stanów Zjednoczonych dla osiągnięcia porozumienia z władzami Federalnych Banków Rezerwowych w Nowym Yorku i Waszyngtonie, i, co jest bardzo znamienne, Komitet Lorda Bradbury'ego, chociaż miał w zasadzie swój raport przygotowany na podstawie przesłuchania szeregu ekspertów w lecie i na jesieni 1924 roku, zobowiązał Rząd definitywnie do powrotu do złota, wręczając mu swój raport dopiero po ponownym przesłuchaniu Montagu Normana w dniu 25 stycznia, po jego powrocie z Ameryki.

Dokładny charakter pomocy ofiarowanej przez banki amerykańskie został podany do publicznej wiadomości w mowie budżetowej Kanclerza Skarbu: Bank Anglii uzyskał mianowicie upoważnienie do dysponowania w ciągu dwu lat złotem w Nowym Yorku z zapasów Federalnego Banku Rezerwowego do wysokości \$ 200,000,000, przyczem kredyt ten miał być spłacony po upływie tych dwu lat pod gwarancją Skarbu Angielskiego. Oprocentowanie miało wynosić od zużytej transzy kredytu „1 procent ponad stopę dyskontową Federalnego Banku Rezerwowego w Nowym Yorku, z minimum 4 procent a maksimum 6 procent, albo, o ile stopa dyskontowa Rezerwy Federalnej przekroczy 6 procent, wówczas ma być równe stopie dyskontowej Banku“¹. Obok tego Bank Anglii zaciągnął analogiczny kredyt w angielskim z pochodzenia i wiernym Anglii w swej polityce domu bankowym J. P. Morgan & Co., w wysokości \$ 100,000,000. Obydwa kredyty nie zostały nigdy użyte, co zresztą odpowiadało tylko nadziejom ich twórców: odda-

¹ XII Raport roczny Federal Reserve Board za rok 1925, str. 12.

wanie na potrzeby arbitrażu złota nie z własnych zapasów ale ze specjalnie na ten cel zaciągniętych kredytów zagranicznych nie było wcale celem, do którego dążyły władze monetarne angielskie, możliwość ta została tylko stworzona ze względu na jej wpływ psychologiczny na spekulację walutową. Jak jednakże Bank Anglii cenil ważkość tego momentu, wynika choćby z tego, że godził się na opłacanie Morganowi stałej prowizji w wysokości $\frac{1}{4}\%$ rocznie na przeciąg dwu lat od całkowitej sumy kredytu, bez względu na to, czy z niego faktycznie korzystał.

Prawnie rynek złota w Londynie powrócił w zupełności do ustroju przedwojennego; faktycznie jednakże stosunki ekonomiczne i prawa zwyczajowe, regulujące postępowanie jego członków, uległy zmianie. Przedewszystkiem punkty złote, których rozpiętość bezpośrednio po powrocie do złota nieco się zwiększyła, zbliżyły się do siebie znacznie w stosunku do swej rozpiętości przedwojennej. W szczególności przed wojną wywóz złota z Anglii do Stanów Zjednoczonych opłacał się, gdy kurs dolara opadał do \$4.8509 za funta, a chociaż bezpośrednio po powrocie do złota punkt ten opadł do \$4.8491, to potanieńnię asekuracji i kosztów transportu morskiego (wchodziła tu między innymi w grę rywalizacja między linjami okrętowymi angielskimi, ulegającymi naciskowi Rządu do utrzymywania wysokich stawek na przewóz złota w kierunku zachodnim, a Compagnie Générale Transatlantique, nie potrzebującej się liczyć z temi życzeniami) pozwalało, począwszy od końca r. 1928 na uzyskanie zysku na wywozie złota, kiedy już kurs dochodził do \$4.815¹. Podobnie import złota ze Stanów opłacał się, gdy kurs funta stał ponad \$4.89 w r. 1913, \$4.8949 w pierwszych miesiącach powrotu do złota, ale już przy kursie \$4.8884 po r. 1928. Analogiczne przesunięcia zmniejszyły rozpiętość punktów złotych w stosunku do walut europejskich, i to nawet w większym jeszcze stopniu dzięki wprowadzeniu komunikacji powietrznej z głównemi kontynentalnemi centrami obrotu złotem. Samolot sprowadził

¹ Szczegółowe kalkulacje, uzasadniające wszystkie cytowane tu cyfry, odnoszące się do arbitrażu złotem, przedstawione w P. Einzig, International Gold Movements, Appendix I, str. 91--105.

jeszcze jedną zmianę, mianowicie o ile przy transporcie koleją i statkiem koszt transportu dużego ładunku jest na jednostkę wagi mniejszy aniżeli ładunku małego, o tyle przy transporcie powietrznym koszt nie zależy od ilości złota przewożonego naraz¹, nawet przeciwnie, asekuracja wypadła taniej, o ile poszczególne samoloty przewożą mniejszą jego ilość. Arbitraż złotem, który przed wojną opłacał się jedynie przy bardzo wielkich transakcjach i stanowił wyłączny prawie przywilej paru domów bullion-brokers, uległ silnemu zdemokratyzowaniu i stał się dostępnym znacznie szerszemu gronu mniejszych domów.

Oczywistym skutkiem zbliżenia się punktów złotych było zwiększenie się rozmiarów międzynarodowych ruchów złota. O ile w ciągu ostatnich dziesięciu lat przed wojną roczna suma sprzedaży i zakupów złota Banku Angielskiego w obrocie międzynarodowym wahała się przeważnie w granicach £ 10,000,000 do £ 30,000,000, a tylko w jednym roku była większa aniżeli £ 35,000,000, to już w ośmiu miesiącach r. 1925 obrót ten wzrósł na £ 32,319,000, następnie zaś wyniósł w r. 1926 £ 41,623,000, w r. 1927 £ 46,581,000, a w r. 1928 aż £ 72,584,000. Zwiększone te ruchy złota odbywały się jednakże na tle sytuacji monetarnej, która czyniła wszystkie prawie rynki wciągnięte w ich orbitę szczególnie czułymi na odpływ metalu. Demonetyzacja srebra, rozpowszechnianie się waluty złotej, wzrost nacjonalizmów, skłaniający do gromadzenia zapasów złota ponad potrzeby czasów pokojowych, wreszcie coraz powszechniejsze obliczanie ustawowego minimum pokrycia banków emisyjnych, nie w stosunku do obiegu ale w stosunku do obiegu i natychmiast płatnych zobowiązań², wywołały powszechny głód złota, któremu, wobec raczej spadkowej tendencji produkcji kopalń, nie potrafiły przeciwstawić się w dostatecznej mierze ani popularność waluty pozłacanej ani

¹ Koszt transportu jednego funta złota z Londynu do Warszawy np. wynosi koleją i statkiem sh. 4/6 przy transporcie 100 lb, sh. 3/6 przy transporcie 200 lb, natomiast samolotem sh 2/9 przy transporcie 100 lb. Einzig, l. c. str. 108.

² Na ten ostatni punkt, istotnie ogromnie ważny, zwrócił uwagę, zdaje się pierwszy Einzig, l. c. str. 2.

istnienie nadmiaru złota w Stanach Zjednoczonych. Ten ostatni czynnik zwłaszcza często bywał przeceniany: wprawdzie Stany Zjednoczone powiększyły swój udział w wykazanych światowych monetarnych zapasach złota z 22·7% na 48·2%¹, ale równolegle do tego ruchu odbywało się przechodzenie prymatu gospodarczego za ocean, tak że procentowy udział Stanów w ogólnej produkcji rolniczej i przemysłowej i ogólnych obrotach towarowych świata stanowi zupełną przeciwwagę zmian po stronie zapasów monetarnych. Federalne Banki Rezerwowe rozporządzają wprawdzie znaczną nadwyżką pokrycia ponad ustawowe minimum, ale nadwyżka ta nie jest wiele większą od tej, do której przed wojną dążyły stale wszystkie banki centralne europejskie, gdy pragnęły zapewnić sobie swobodę ruchów na rynkach pieniężnych, i jeśli Federalne Banki Rezerwowe mogą bez zbytej obawy pozwalać na odpływ nawet znacznych ilości metalu z ich kas, to nie odczuwają one żadnych trudności analogicznych np. do inflacji złotej w krajach skandynawskich w czasie wojny.

Przed wojną jedynym rynkiem, dopuszczającym do wywozu złota, bez najmniejszych utrudnień rządu prawnego czy moralnego, był Londyn. Po powrocie do złota w r. 1925, wprawdzie nie przedczesnym z punktu widzenia rozwoju sytuacji finansowej angielskiej, ale zato przedsięwziętym w otoczeniu, które po dziś dzień jeszcze trwa w znacznej mierze przy odziedziczonych z czasów wojny walutach niewymienialnych, zarówno rynek londyński jak holenderski, skandynawski i szereg innych, pomimo wprowadzenia prawnej swobody obrotu złotem były zmuszone do ograniczenia jej pewnymi środkami ochronnymi, bądźto polegającymi na sankcjach ustawowych bądźto tylko na swobodnym porozumieniu Banków Emisyjnych. W tych warunkach więc

¹ Na podstawie cyfr podanych przez amerykańskiego Director of the Mint w Waszyngtonie w raportach za lata 1915 i 1928 zapasy złota przedstawiają się następująco: (Tysiące dolarów)

	Zapasy ogólny	Zapasy w Stanach Zjednoczonych	Stosunek procentowy
31 grudnia 1913	8,362.263	1,904.700	22·7%
31 grudnia 1924	9,423.168	4,547.407	48·2%

rolę jedyne go rynku, który system waluty złotej przeprowadza z najdalej idącymi konsekwencjami objęły Stany Zjednoczone. O ile jednakże przed wojną środki i pół-środki, utrudniające wywóz złota, były stosowane przez poszczególne banki emisyjne raczej przygodnie i w zależności od chwilowych wymagań ich polityki walutowej, to obecnie ograniczenia, nadające walucie powojennej pewne cechy i zasady odmienne od waluty złotej klasycznej, poczynają nabierać w naszych oczach kształtów systemu, opartego o głębsze ujęcie roli gospodarczej ruchów złota.

Pomiędzy ruchami złota w obrocie międzynarodowym należy przeprowadzić rozróżnienia z dwu punktów widzenia: przede wszystkim należy odróżnić przesyłki złota nowej produkcji, które kopalnie skierowują ku rynkom najwięcej za nie dającym, względnie ku rynkom, na których mają zorganizowane stałe drogi sprzedaży, od transakcji złotem, należącym już do zapasów monetarnych gospodarstwa światowego, t. j. złota bądźto wybitego w formie monet, bądźto stanowiącego własność banków, w pierwszym rządzie banków emisyjnych. Powtórę zaś należy rozróżnić transakcje złotem jako surowcem dla celów przemysłowych od transakcyj złotem w celach dewizowych, od transakcyj w celach arbitrażowych¹, wreszcie od transakcyj „specjalnych“,

¹ Na ważność ścisłego rozróżniania transakcyj dewizowych złotem od transakcyj arbitrażowych zwrócił uwagę Einzig, l. c. str. 18—21. Z transakcją arbitrażową w ścisłym znaczeniu mamy do czynienia wówczas, gdy przesyłka złota jest przedsięwzięta jedynie w tym celu, aby uzyskaną z niej walutę zagraniczną sprzedać za większą sumę waluty krajowej od potrzebnej do zakupu i wysyłki złota. Natomiast transakcję dewizową w ścisłym znaczeniu mamy wówczas, gdy wysyłka złota ma na celu bezpośrednie dokonanie wypłaty zagranicznej, jako sposób tańszy od zwykłego zakupu danej dewizy. W wypadkach mianowicie, gdy pewna waluta ma ograniczony rynek, i gdy konieczność dokonania w tym kraju wypłaty, przekraczającej znacznie zwykłe dzienne obroty, grozi natychmiastowem podniesieniem jej kursu, a dewiza ta stoi już blisko punktu importowego złotego, może się opłacić dokonanie wypłaty przez przesłanie efektywnego kruszcu, gdyż lekka strata tem spowodowana może być mniejsza aniżeli strata, wynikająca z obrócenia się rynku dewizowego przeciwko krajowi, dokonywującemu wypłaty. W ten sposób jednakże, złoto może zacząć opuszczać pewien kraj, zanim jeszcze waluta jego opadła do dolnego punktu złotego i kiedy transakcje arbitrażowe w ścisłym znaczeniu są połączone z pewną stratą.

przeprowadzanych zwykle bezpośrednio przez same banki emisyjne, w określonych celach związanych z ich polityką walutową, a bez względu na to, czy opłacają się one z punktu widzenia kalkulacji kupieckiej. Odływ złota czy to dla celów dewizowych czy arbitrażowych, będąc objawem zwichnięcia równowagi bilansu płatniczego między dwoma krajami, jest zarazem lekarstwem zła, które wskazuje. Na straty złota z tego tytułu wszystkie państwa, powracające do waluty złotej, były przygotowane, i w ich obliczu nie przedsiębrały specjalnych środków obronnych, wiedząc, że sam odływ złota, powodujący ciasnotę na rynku pieniężnym, wywoła szereg zazębiających się wzajemnie reakcji, które automatycznie doprowadzą do powrotu stanu równowagi. Nieprzewidzianą natomiast stroną powojennej waluty złotej było znaczne powiększenie się transportów czwartej kategorii, przesunięć metalu bezpośrednio powodowanych przez banki emisyjne. W najjaskrawszym przypadku tych ruchów, przy zamianie na złoto rezerw walutowych banków, operujących walutą pozłacaną, zwłaszcza o ile późniejsze zatrzymanie w ten sposób uzyskanego złota wymaga, jak to często bywa, wielkich wysiłków polityki dewizowej, brak uzasadnienia prądu złota stosunkiem poziomu cen w obu krajach jest jaskrawo widoczny. Wogóle jednakże można stwierdzić, że we wszystkich przypadkach, gdy złoto jest nabywane w warunkach, w których kursy dewiz nie zapewniają tym transakcjom przynajmniej samego pokrycia ich kosztów, banki emisyjne, dające inicjatywę, osiągają może ważne cele własnej polityki walutowej czy emisyjnej, ale czynią to, gwałcąc założenia waluty złotej, i nie pozwalają jej na spełnianie swojego podstawowego zadania, to jest utrzymywania jednolitego poziomu cen we wszystkich krajach, operujących walutą złotą. Sytuacja była szczególnie trudna dla tych państw, które pierwsze podjęły wypłaty w złocie. Pomimo bowiem, że same były bezwzględnie zobowiązane do oddawania metalu, to kraje nabywające złoto miały bądźto walutę papierową bądźto pozłacaną, ale w każdym razie, nabywając złoto przy każdej nadającej się sposobności, nie oddawały go nigdy z powrotem, nawet gdy waluty ich spadały poniżej teoretycznych punktów złotych obliczonych

na podstawie parytetów mennicznych. Holandja rozwiązała dylemat zmodyfikowania bezwzględnego obowiązku oddawania złota lub tracenia go bezpowrotnie bez żadnych korzyści dla swego bilansu płatniczego, opowiadając się za pierwszą możliwością. Bank Holenderski został ustawowo zobowiązany do sprzedawania złota z dwoma zastrzeżeniami: jedynie w chwilach, gdy waluta holenderska opadała poniżej punktu wywozu złota i gdy złoto było przeznaczone na wywóz do kraju, który w analogicznej sytuacji dozwalał na wywóz złota do Holandji. Bank Anglii nie mógł się oprzeć na żadnym podobnie jasnym i logicznym przepisie ustawowym. W ciągu pierwszych dwu lat po powrocie do złota kwestja ta nie wystąpiła w formie ostrej. Przeważna część banków, stabilizujących swoje waluty, czyniła to przy pomocy Federalnych Banków Rezerwowych i Banku Anglii, tak że ze względów lojalności podporządkowywały swoją politykę nabywania złota dezyderatom tego ostatniego i godziły się na dokonywanie przez niego zakupów na ich rachunek w granicach nowego złota dostarczanego na rynek londyński przez kopalnie oraz złota, powracającego z Ameryki. Dopiero Bank Francji, który dokonał stabilizacji franka bez obcej pomocy i skutkiem tego nie poczuwał się do żadnych zobowiązań wobec rynków zagranicznych, rozpoczął w r. 1927 zakupywać na własną rękę złoto, nie licząc się z ilościami świeżo dostarczanymi na rynek, przez co wywołał odpływ złota z kas Banku Anglii. Ten ostatni nie mając w ręku żadnych prawnych środków obrony — poza zawieszeniem wymienialności funta i zepchnięciem go z powrotem do roli waluty manipulowanej — ustalił jednakże na skądinąd jeszcze niezmiernie ważnej konferencji Norman-Strong-Moreau-Schacht w Nowym Yorku w lipcu 1927 modus vivendi między Bankami Centralnymi, który odtąd stał się podstawowym czynnikiem, charakteryzującym powojenną walutę złotą. Ustalono tam mianowicie zasadę, że Banki Centralne mają kierować swojemi zakupami tak, aby nie pobierać złota z kas innych Banków Centralnych bez uzyskania uprzedniej zgody tych ostatnich, a taksamo nie nabywać złota na rynku w Londynie bez zgody Banku Anglii. Zasada ta z punktu widzenia przedwojennej wol-

ności rynków złotych stanowi zupełne novum i nadaje nowej walucie złotej niemiły posmak waluty manipulowanej; przy obecnym niedoborze złota jednakże nie można zaprzeczyć, że formułka została ułożona bardzo zręcznie i że czyni zadość istotnej potrzebie w ciągu okresu oczekiwania na rzeczywiście powszechny powrót do złota. W praktyce oczywiście liczne są i będą wypadki graniczne, w których banki centralne krajów importujących zachowują raczej literę aniżeli ducha układu, i tak np. w r. 1928 Bank Rzeszy wywołał znaczny odpływ złota z kas Banku Anglii, wprawdzie nie kupując złota sam, ale ułatwiając arbitraż przez utrzymywanie wygórowanie wysokiej stopy dyskontowej, przez przyjmowanie złota w swych oddziałach w Kolonji, Bremie i Hamburgu, a wreszcie, co najważniejsze, przez utrzymywanie silnego kursu marki sprzedażami dewiz ze swych zapasów na pokrycie kosztu importowanego metalu.

ZMIANY OFICJALNEJ STOPY DYSKONTOWEJ BANKU ANGLJI.

	Data zmiany		Wysokość stopy w %
1925	5 sierpnia	obniżona do	4 ¹ / ₂
	1 października	„ „	4
	3 grudnia	podniesiona na	5
1927	21 kwietnia	obniżona do	4 ¹ / ₂
1929	6 lutego	podniesiona na	5 ¹ / ₂
	26 września	„ „	6 ¹ / ₂
	31 października	obniżona do	6
	21 listopada	„ „	5 ¹ / ₂
	12 grudnia	„ „	5
1930	6 lutego	„ „	4 ¹ / ₂
	6 marca	„ „	4
	21 kwietnia	„ „	3 ¹ / ₂
	2 maja	„ „	3

W ciągu omawianych pierwszych pięciu lat po powrocie do złota — od końca kwietnia 1925 r. do końca kwietnia 1930 r. — polityka dyskontowa Banku Anglii miała do pogodzenia dwie zasadniczo sprzeczne tendencje: utrzymanie kursu waluty powyżej punktu wywozu złota, aby zapobiec

jego odpływowi, któryby zmusił do przeprowadzenia gwałtownej deflacji, a jednocześnie zapobieganie pogłębianiu się depresji przemysłowej, wyrażającej się w katastrofalnym bezrobociu. Wprawdzie deflacja, obniżająca ceny w Anglii, byłaby zmniejszyła koszta produkcji przemysłu angielskiego i powiększyła jego zdolność eksportową, co by wpłynęło dodatnio na bilans płatniczy angielski, i wkońcu doprowadziłoby do powrotu złota z zagranicy ściśle według tradycyjnego schematu, ale po pierwsze, znaczna część kosztów produkcji przemysłu angielskiego (koszt oprocentowania kapitału, opartego o przeszacowanie przeważnej części zakładów przemysłowych w epoce najwyższych cen w r. 1920 i koszta robocizny, utrzymywane na stałym poziomie przez Trade Uniony) nie byłaby uległa niższe w równym stopniu jak surowce i pół-fabrykaty, które przedewszystkiem reagują na posunięcia deflacyjne, a powtórę po wojnie zaznaczyła się wspomianana już poprzednio względna niższość konkurencyjna przemysłu angielskiego, produkującego drożej przy tych samych cenach surowców, aniżeli zagraniczni konkurenci. Można przypuszczać, że obydwie te względy odegrały poważną rolę w niechęci Banku Anglii do prowadzenia silnie deflacyjnej polityki dyskontowej, chociaż nie można zapominać, że parokrotnie przy obniżaniu stopy oficjalnej nacisk opinii publicznej był równie silnym bodźcem jak wskaźniki czysto finansowe.

Polityka dyskontowa Banku Anglii, zwłaszcza w ciągu dwu pierwszych lat po powrocie do złota sprawiła szereg niespodzianek rynkowi, spodziewającemu się powrotu do przedwojennego automatyzmu wznoszenia się i opadania stopy. w miarę napływu i odpływu złota oraz wzrastania i zmniejszania się stosunku pokrycia¹. Przedewszystkiem zapas złota zamiast maleć, jak się powszechnie tego spodziewano, począł wzrastać już w ciągu pierwszych trzech tygodni (Wykresy IV i V). Po przeniesieniu £ 27,000,000 w złocie z Rachunku Wykupu Currency Notes, Bank rozporządzał, podejmując wypłaty złotem, zapasem w wyso-

¹ Por. np. Pouyanne, The Gold Standard in practice, w The Banker, Nr. III, str. 19.

kości £ 155,000,000, przyczem stosunek pokrycia wynosił 22% (Wykres III). Po chwilowem zmniejszeniu o około dwa miliony funtów rozpoczął się napływ, trwający bez przerwy do końca lipca, przez co zapas wzrósł do £ 164,000,000. Napływ ten pochodził z różnych źródeł. 15 maja 1925 Reichsbank sprzedał Bankowi Anglii £ 1,610,000 ze swych zapasów złota zagranicą, celem uzupełnienia portfelu dewiz zagranicznych. W dziesięć dni później Bank nabył £ 1,166,000 złota importowanego przez Sowiecką Misję Handlową z Rosji. Wreszcie najważniejszą tranzakcją „specjalną“, to jest przeprowadzoną jako celowy środek polityki dewizowej przez bank centralny, a bez względu na zysk arbitrażowy, była sprzedaż £ 5,000,000 złota przez Bank Holenderski w ciągu czerwca i lipca tegoż roku. Ta ostatnia tranzakcja nie tylko była największą, ale też przedstawia najciekawszy teoretycznie przykład „powojennego“ manipulowania walutą złotą. Chociaż floren holenderski stał w stosunku do funta powyżej swojego dolnego punktu złotego i Bank Holenderski w myśl swych zobowiązań ustawowych nie miał potrzeby oddawania złota na eksport do Anglii, przeprowadził on z własnej inicjatywy wysyłkę złota, aby stworzyć w Londynie rezerwę walutową, której mógł potem używać do sprzedawania wypłat zagranicznych po kursach, odpowiadających parytetowi florena, co w normalnych okolicznościach stanowi zasadniczą treść jego polityki dewizowej. Mimo że dla rynku napływ złota z tego ostatniego źródła był zupełną niespodzianką, istnieją pewne poszlaki, że Bank Anglii wiedział o przygotowaniach do tych tranzakcyj, i że w nich właśnie wyrażała się część pomocy udzielonej rynkowi angielskiemu przez rynki zagraniczne, przy pierwszych krokach po przywróceniu wymienialności jego waluty. Pierwsze uzupełnienia zapasów Banku z nowego złota południowo-afrykańskiego nastąpiło stosunkowo późno; 30 czerwca Bank nabył po raz pierwszy na rynku £ 595,000 z tego źródła, przyczem tranzakcja ta odbyła się w drodze ściśle automatycznej, Bank nabył złoto po swej ustawowej cenie minimalnej, gdy na rynku nie było już chętnych nabywców po tej ani wyższej cenie. Natomiast przy następnych przesyłkach sowerenów z mennicy południowo-afry-

kańskiej do Banku w lipcu, w sumie £ 2,000,000, interwencja władz monetarnych zdaje się odgrywała już decydującą rolę, przygotowując w ten sposób spłatę zapadających w lipcu emitowanych w Londynie weksli skarbowych południowo-afrykańskich na sumę £ 3,000,000¹.

Stosunek rezerwy Banku Anglii wzrastał stale, i na koniec lipca wyniósł już 32% (Wykres III). Bank sprawił ze swej strony pierwszą niespodziankę, nie obniżając mimo tego swej stopy i utrzymując ją nadal o 1½% ponad stopą nowojorską. Na rynku jednakże stopa dyskontowa, która w pierwszych dwu tygodniach maja wzrosła do ok. 4¾% pod wpływem niepewności czy nie nastąpi odpływ złota i czy Bank nie będzie zmuszony do wprowadzenia stopy sześćo-procentowej, wykazywała tendencję zniżkową, która tak się wzmogła w ciągu lipca, że w końcu miesiąca opadła do ok. 7/8% poniżej stopy oficjalnej. Rynek był bowiem sownie zaopatrzony w płynne środki, zwłaszcza że kapitały amerykańskie, które napłynęły do Londynu w czasie spekulacji na zwyżkę funta, pozostały tam ze względu na oprocentowanie, które osiągały dzięki wysiłkom Banku Anglii, a które było wyższe aniżeli możliwe do uzyskania w Stanach. Możliwość zużytkowania tych kapitałów jednakże stale się kurczyła. Ceny angielskie spadały od początku roku, wykonując ruch akomodacyjny do cen amerykańskich, konieczny dla utrzymania parytetu siły nabywczej obu walut. Spadek indeksu Board of Trade, który opadł z 171.1 w styczniu na 162.5 w kwietniu, trwał nadal i po powrocie do złota, osiągając w grudniu 1925 poziom 153.2. Oczywistym wynikiem tego spadku było pogorszenie się konjunktury przemysłowej w Anglii, zwłaszcza wśród przemysłów eksportowych, i to tem więcej, że rozpowszechnienie się przekonania o nieuniknionem obniżaniu się cen powodowało ogólną powściągliwość konsumentów². Mimo że zapas złota w ciągu lipca przestał się zwiększać, a nawet w pierwszym tygodniu sierpnia nieco się zmniejszył, Bank Anglii wycią-

¹ Szczegóły i źródła, Brown, l. c. str. 289.

² P. bardzo przejrzyste zestawienie wzrostu bezrobocia w poszczególnych gałęziach przemysłu angielskiego u Browna, l. c. str. 252.

gając nieco spóźnioną konsekwencję z poprzedniego napływu metalu, podążył za opinią publiczną, opierając się podporządkowaniu rozwoju wewnętrznych cen angielskich punktom widzenia międzynarodowym, i obniżył od 6 sierpnia 1925 swą stopę dyskontową na $4\frac{1}{2}\%$. Odpływ złota jeszcze się był słabo zaznaczył, a obok wzrostu stosunku rezerwy w Banku, wzrastała również ogólna rezerwa emisyjna skutkiem odpływu Currency Notes z obiegu, tak że krok Banku mógł mieć pewne uzasadnienie w zwykłych wskaźnikach finansowych. Spadek stopy rynkowej postępował nadal i począł wywierać bardzo niekorzystny wpływ na bilans płatniczy Anglii. Jak mianowicie zauważył Lacout¹, zwiększenie się zewnętrznej siły nabywczej funta, w tym samym stopniu jak wpływało na ograniczenie produkcji w przemysłach eksportowych, powodowało zwiększanie się produkcji w przemysłach importowych, zwłaszcza w tych, których koszta produkcji składały się przeważnie z taniejących surowców zagranicznych, a nie z droższych — w złocie — kosztów robocizny. Napływ na rynek kapitałów, które już nie mogły być czynne w przemysłach eksportowych, powodował spadek stopy rynkowej, ale równocześnie ułatwiał zaopatrywanie się w kapitał przemysłom importowym. Pomimo że usiłowania wywołania dobrej konjunktury przez obniżanie stopy procentowej nie dały wielkiego rezultatu w latach 1922—24, Bank ustąpił naciskowi opinii publicznej, i podążył za spadającą stopą rynkową, może w nadziei, że utrzymywanie bardzo niskiej stopy procentowej za oceanem — Federal Reserve Bank w Nowym Yorku trwał przy stopie $3\frac{1}{2}\%$, mimo że wszystkie inne Banki Rezerwowe były podniosły swą stopę na 4% . — sprawi, że niekorzystny wpływ tego kroku na pozycję międzynarodową funta nie będzie zbyt groźny. Okazało się jednakże, że nadzieje te były złudne. Po obniżeniu stopy do 4% od 1 października, odpływ złota przybrał tylko na sile, tak że w grudniu 1925 zapas złota w Banku opadł do £ 144,000,000 i wobec pojawiającej się ponownie groźby inflacji w związku z pożyczką £ 15,000,000, zaciągniętą przez Skarb w Banku na pokrycie

¹ G. Lacout, Le retour á l'étalon-or, str. 203.

deficytu budżetowego, Bank był zmuszonym podnieść stopę na 5% 6 grudnia 1925.

Obniżenie stopy, zwłaszcza obniżenie jej z 4½ na 4%, okazało się błędem. Wprawdzie w czasie tej ostatniej zniżki, tak jak i poprzednio, wzrastała jeszcze ogólna rezerwa emisyjna, ale w tym wypadku powód był zupełnie niezwiązany z spadkiem napięcia kredytowego na rynku, ponieważ wynikał on z przeniesienia na Rachunek Wykupu Currency Notes £ 1,300,000 biletów Banku, wypuszczonych dopiero wówczas na podstawie omawianego poprzednio upoważnienia do zwiększenia Peel'owskiej emisji niepokrytej.

Odływ złota odbywał się, podobnie jak poprzednio jego import, częściowo w drodze transakcyj arbitrażowych a częściowo w drodze transakcyj „specjalnych“ nowego typu. Wobec opadnięcia kursu funta w stosunku do dolara poniżej dolnego punktu złotego w październiku 1925, złoto poczęło odpływać za ocean w drodze zupełnie normalnych i swobodnych transakcji arbitrażowych, i wywóz ten osiągnął w ciągu trzech tygodni pokaźną sumę £ 8,500,000. Jeszcze większe rozmiary przybrał jednakże wywóz złota do Holandji, dokąd wywieziono pomiędzy 8 października 1925 a 27 stycznia 1926 złota za okragło £ 9,500,000¹. Na okres ten przypada największy rozkwit spekulacji w cukrze i przede wszystkim gumie, wyrażający się między innymi w przekazywaniu bardzo znacznych sum do Indji Holenderskich i na Jawę w związku z zakupami plantacji trzciny cukrowej i drzew kauczukowych. Obok przesyłek złota arbitrażowych i dewizowych, zupełnie zrozumiałych przy dokonywaniu wypłat w tych krajach za pośrednictwem rynku holenderskiego, wystąpiły tu jednakże przesyłki, wchodzące całkiem wyraźnie w zakres ruchów specjalnych, powodowanych wyjątkowymi krokami banków emisyjnych. Bank Jawajski mianowicie, operujący w myśl swego statutu walutą pozłacaną, pragnął powiększyć swą emisję w Indjach Holenderskich i w tym celu ogłosił, że aż do odwołania będzie przyjmował złoto złożone na jego rachunek w Banku

¹ P. Sprawozdanie miesięczne Midland Bank Ltd z listopada-grudnia 1927.

Holenderskim w Amsterdamie po tej samej cenie, jak gdyby złoto to było złożone w Batawji. Dla arbitrażu oznaczało to możliwość uzyskania wypłaty na Indje Holenderskie po cenie parytetowej, mniej jedynie koszty transportu złota z Londynu do Amsterdamu, a nie jak normalnie, mniej koszty transportu złota na Jawę. Odływ złota w tych warunkach był całkiem naturalny. Sytuacja ta, charakterystyczna dla zwyczajów i konwencji nowego międzynarodowego rynku złota, dobitnie wskazuje na zmiany, które zaszły w tej dziedzinie w stosunku do przyzwyczajzeń przedwojennych — Bank Anglii oddawał wszelkie żądane ilości złota bez protestu, mimo że kurs florena holenderskiego sam przez się nie dawał przy tych transakcjach zysku arbitrażowego — Bank Holenderski w analogicznej sytuacji, tj. gdy kurs florena nie opadł poniżej punktu złotego był przez ustawę zwolniony od obowiązku sprzedaży złota — i mimo że odływ ten wystąpił w chwili dla niego szczególnie ciężkiej. Parę miesięcy mianowicie, w których dostawy nowego złota z Południowej Afryki były szczególnie małe, wyczerpało zapasy złota na wolnym rynku londyńskim, i, uniemożliwiając mu odegranie jego zwykłej roli buforu, chroniącego zapas złota Banku Emisyjnego, przerzuciło cały ciężar na Bank Anglii¹.

Podniesienie stopy oficjalnej powstrzymało natychmiast prawie odływ złota, uspokajając w ten sposób obawy, czy ten przed wojną niezawodny środek na przyciągnięcie złota nie stracił swojej skuteczności. Zapas złota Banku wahał się w okolicach stanu z chwili podniesienia stopy aż do mniej więcej lutego 1926, poczem rozpoczął się ponowny napływ, który doprowadził już w sierpniu 1926 do wzrostu zapasu Banku ponad £ 154,000,000, głównie pod wpływem zakupów czynionych przez Bank na rynku po cenie minimalnej. Na jesieni tegoż roku nastąpiło zwykłe sezonowe osłabienie tendencji kursowej funta, połączone poraz pierwszy po wojnie z odpływem złota do Niemiec. Utrzymywanie wysokiej stopy procentowej w Niemczech, obok śmiałego korzystania z wszelkich nadarzających się sposobności po-

¹ P. Brown, l. c. str. 291.

życzenia zagranicą, doprowadziły do tak znacznej siły kursowej marki, że Bank Rzeszy skorzystał ze sposobności zwiększenia swych rezerw złotych. Chociaż poziom kursów dewiz nie dawał żadnego zysku przy sprowadzaniu złota ze Stanów Zjednoczonych, a bardzo tylko skromną marżę przy imporcie z Londynu do Berlina, złoto rozpoczęło odpływać ku Niemcom w znacznych ilościach, począwszy od listopada 1926, dzięki temu, że Reichsbank zakupywał złoto w swych oddziałach w Bremie, Hamburgu i Kolonji, a uzyskana w ten sposób oszczędność na kosztach transportu i stracie procentów dawała arbitrażerom już zupełnie wyraźne zyski. Zapasy Banku mimo tego, i mimo wspomnianych poprzednio zakupów Banku Francji, nie opadły poniżej £ 150,000,000, a nawet wzrosły ponownie ponad £ 154,000,000 w ciągu maja 1927.

Stopa pięcio-procentowa obowiązywała przez czas bezprzykładnie długi jak na stosunki przedwojenne, bo została obniżona na 4½% dopiero 21 kwietnia 1927, chociaż w ciągu tego okresu zmiany zapasu złota wcale nie należały do małych, i chociaż, co więcej, strajk powszechny i strajk węglowy, które również wówczas miały miejsce, wstrząsnęły do głębi całym życiem gospodarczym Anglii. Główną rolę odegrała tu, uwydatniona najpierw przez Midland Bank, tzw. „open market policy“, uzupełnianie operowania stopą dyskontową przez zmiany w rozmiarach kredytów stawianych do dyspozycji życia gospodarczego przez Bank Centralny przez jego inwestycje w papierach lokacyjnych i innych walorach. Sama myśl użycia lokat Banku Centralnego dla wpływania na zasoby gotówkowe rynku nie jest żadną nowością — przed wojną Bank Anglii niejednokrotnie używał swego znacznego portfela papierów państwowych do zacieśniania rynku w chwilach, gdy chodziło mu o zbliżenie stopy rynkowej do stopy oficjalnej — ale sprzedaże papierów wartościowych przez Banki Centralne na wielką skalę były prowadzone po raz pierwszy przez Federalne Banki Rezerwowe, i tą określną drogą powróciły znowu do Anglii,

¹ Midland Bank, Ltd., Monthly Review za marzec 1926, por. również Gregory, The first year of the Gold Standard, Pouyanne l. c.

tym razem już dla przeciwdziałania ruchom złota o znacznie większej rozpiętości.

Podział Banku Anglii na Wydział Emisyjny i Wydział Bankowy czyni przebieg wypadków w ciągu importu złota szczególnie jasnym. Gdy importer złota sprzedaje transport np. £ 100,000 Bankowi, zwiększa się w Wydziale Emisyjnym pozycja „złoto w monetach i sztabach“ o tę sumę, po drugiej zaś stronie bilansu zwiększa się w tej samej mierze „emisja banknotów“. W Wydziale Bankowym zaś zwiększa się po stronie aktywów rezerwa (skutkiem przeniesienia £ 100,000 w banknotach z Wydziału Emisyjnego), co znajduje przeciwagę po stronie pasywów w zwiększeniu się pozycji „Depozyty Banków“ względnie „Inne Rachunki“ skutkiem dopisania do jednego lub drugiego na rachunek importera zapłaconej mu ceny za złoto¹. O ile Bank zachowa się biernie, jego aktywa rentujące nie zmienią się wcale, natomiast stosunek rezerwy wzrośnie nieco, wobec tego, że przy jego obliczaniu zarówno licznik (rezerwa) jak i mianownik (depozyty) wzrosną o £ 100,000. Tak długo jak banki depozytowe dążą do utrzymania stałego stosunku pogotowia kasowego, ich zdolność do udzielania kredytów zależy od rozmiaru ich zapasów gotówki na rachunkach clearingowych w Banku Centralnym, wobec czego wzrost tych ostatnich, jak np. powyżej o £ 100,000, daje im możliwość zwiększenia sumy udzielanych kredytów o wielokrotność tej sumy. O ile więc Bank Anglii chce niedopuszczyć do wystąpienia tych inflacyjnych wpływów importu złota, a nie chce z jakichkolwiek względów operować swoją stopą dyskontową, musi zrównoważyć ten ruch sprzedażą

¹ Oczywiście może się zdarzyć, że importer złota podejmie jego równowartość gotówką — chociaż, zwłaszcza na rynku londyńskim, wypadek taki nie jest prawdopodobny — przez co wykaz Wydziału Bankowego wcale się nie zmieni, a wzrośnie tylko obieg banknotów. I w takim razie jednakże podjęta gotówka powróci wcześniej lub później do któregoś z banków, skąd, po całym szeregu przeniesień gotówki, depozytów i kredytów z banku do banku powróci w końcu do Wydziału Bankowego Banku Anglii, gdzie również powiększy rezerwę i depozyty w opisany powyżej sposób, tak że rozpatrzenie tej tylko ewentualności w zupełności wyczerpuje przebieg wypadków.

walorów ze swego portfelu. Bank kupujący papiery od Banku Centralnego może to uczynić jedynie w ciężar swego rachunku tamże, tak że sprzedaży, jak w tym wypadku walorów za £ 100,000, odpowiada po stronie pasywów zmniejszenie się „depozytów banków“ lub „innych rachunków“ o taką samą kwotę. W rezultacie więc napływ złota zostanie zrównoważony w ten sposób, że po stronie pasywów obydwie przesunięcia w depozytach per saldo się wyrównają, natomiast zwiększeniu rezerwy o £ 100,000 będzie odpowiadało analogiczne zmniejszenie się pozostałej części aktywów, to jest aktywów rentujących. W tej ewentualności wpływ importu złota na stosunek rezerwy będzie statystycznie silniejszy — zwiększonej bowiem rezerwie jako licznikowi przeciwstawi się ta sama cyfra depozytów jako mianownik.

W wykonaniu powyższej polityki Bank, w miarę jak złoto z kraju odpływało, zakupywał na rynku papiery wartościowe, aby zapobiec w ten sposób zmniejszaniu się rachunków clearingowych banków depozytowych, a odwrotnie sprzedawał te same papiery w chwilach napływu złota, uzyskując w obu wypadkach stabilizację depozytów (Wykres V) i chroniąc kraj przed posunięciami deflacyjnymi i inflacyjnymi, wynikającymi z tylko chwilowych wahań w bilansie płatniczym. W tym celu Bank zmniejszył sumę „papierów państwowych“ i „innych aktywów“ w czasie napływu złota w maju—lipcu 1925 r., zwiększył je w czasie odpływu z sierpnia 1925 — stycznia 1926, zmniejszył je ponownie w czasie napływu z lutego—sierpnia 1926 i bardzo widocznie je zwiększył w czasie krótkotrwałego odpływu z września—października 1926 r. W rezultacie Bank utrzymywał na stałym poziomie ten rozmiar kredytów, stojących do dyspozycji życia gospodarczego, który panował w chwili powrotu do złota¹. Polityka ta była przeprowadzona konsekwentnie, choć można wątpić, czy była ona rzeczywiście celową i czy nadanie jej kierunku więcej deflacyjnego nie byłoby się

¹ Gregory, *The First Year of the Gold Standard*, str. 86: „So far as the volume of Banking accomodation is directly controllable by the Bank, it has pursued a policy of stabilization, in the sense of maintaining in the market as far as possible a constant volume of funds .

opłaciło już w ciągu najbliższych lat. Wynikiem jej było wspomniane poprzednio ułatwienie finansowania się przemysłów, w pierwszym rządzie importowych, wraz z całym wynikającym stąd pogorszeniem się bilansu płatniczego. Stosunek cen angielskich do amerykańskich poprawiał się w ciągu całego roku 1925 i w pierwszych dwu miesiącach r. 1926; od tej chwili jednakże parytet siły nabywczej funta zaczął się pogarszać, z małymi tylko przerwami, tak że indeks Board of Trade przewyższał indeks Bureau of Labour w wrześniu i październiku 1926 i od maja do sierpnia 1927, co oczywiście było niepożądanym skutkiem polityki, jeśli nie wprost inflacyjnej, to jednakże bardzo starannie unikającej wszelkich chociażby najłżejszych pozorów sprzyjania deflacji. Zmniejszanie lokat rentujących Banku zneutralizowało napływ złota w lutym—sierpniu 1926 i nie pozwoliło mu się odzwierciedlić w wzroście depozytów bankowych, ale krzywa wzrostu cen przebiega zadziwiająco równolegle do krzywej wzrostu zapasu złota Banku (Wykres IV), dowodząc, że polityka ta nie była wystarczającą do osiągnięcia prawdziwej stabilizacji cen.

Stopa rynkowa spadła bardzo znacznie w początku r. 1927, zwłaszcza skutkiem spłaty w dniu 22 kwietnia pochodzącego jeszcze z czasu wojny długu Banku Francuskiego wobec Banku Anglii w wysokości £ 33,000,000, tak że Bank Anglii, częściowo idąc za biegiem wypadków a częściowo przeczuwając dalszy ich rozwój w tym samym kierunku, obniżył swą stopę z dniem 21 kwietnia na $4\frac{1}{2}\%$, jak twierdzą złośliwi¹ nie bez związku z zbliżaniem się terminu ponownego wyboru Montagu Normana na Gubernatora Banku. Aby umożliwić sobie pozostawienie stopy dyskontowej na tak niskim poziomie, Gubernator Banku Anglii uzyskał zgodę Banków Rezerwy Federalnej (w czasie konferencji Montagu Normana, Schachta i Moreau z władzami tych ostatnich w lipcu 1927, na której, jak poprzednio wspomniano, w związku z zakupami złota w Londynie przez Bank Francuski na wiosnę tegoż roku ustalono zasady współpracy Banków Emisyjnych w zakresie rezerw

¹ P. Lansburg, Die Bank, czerwiec 1927, str. 331.

złotych) na prowadzenie polityki niskiej stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych celem ułatwienia rekonstrukcji walutowej Europy¹. Zgodnie z tym programem Bank Rezerwy Federalnej w Kansas City pierwszy obniżył swą stopę do 3½%, za nim postąpił Bank Nowojorski, obniżając swą stopę do tego samego poziomu 5 sierpnia 1927. Jedynie Bank Rezerwy Federalnej w Chicago odmówił obniżenia stopy, twierdząc, że jest zobowiązany do prowadzenia polityki amerykańskiej a nie angielskiej, i dopiero interwencja Federal Reserve Board z Washingtonu zmusiła go do dostosowania się do poziomu stopy innych banków systemu. Rezultat tej polityki z punktu widzenia angielskiego był świetny. W ciągu jesieni, kiedy kurs funta zwykle się osłabia, nastąpiła silna jego wyżka, co doprowadziło do napływu złota, który nie tylko wynagrodził straty poprzedniego okresu, ale trwał bez przerwy prawie do sierpnia 1928 i zwiększył zapas Banku Anglii do ponad £ 174,000,000.

W zakresie ruchów złota szczególnie ciekawym był import złota z Stanów Zjednoczonych w lecie r. 1928, przeprowadzony przez Midland Bank Ltd., nie dla osiągnięcia zysku arbitrażowego, ale dla powiększenia zapasów monetarnych kraju i dla zmuszenia w ten sposób Banku Anglii do odstąpienia od polityki utrzymywania stale tego samego poziomu kredytu w kraju i do przeprowadzenia pewnego rodzaju umiarkowanej inflacji, którą Midland Bank uważał za konieczną ze względu na interesy przemysłu angielskiego. Bank Anglii konsekwentnie odpowiedział na to posunięcie wzmocnieniem swojej open-market policy i sprzedażą papierów wkrótce zrównoważył napływ złota, chociaż został przez to zmuszony do zmniejszenia swoich aktywów rentujących do £ 68,000,000 przy jednoczesnym wzroście rezerwy do £ 52,000,000 a stosunku jej do zobowiązań do 54%.

¹ Sama konferencja jak i osiągnięte na niej rezultaty były otoczone przez jej uczestników głęboką tajemnicą. Rezolucje jej jednakże zostały w zarysach przynajmniej ujawnione w czasie przesłuchiwania członków Federal Reserve Board w r. 1928 przez Komisję Senatu Stanów Zjednoczonych, opracowującą pewne szczegóły ustroju Federalnych Banków Rezerwowych.

W związku z temi importami wysunęło się pewne rozróżnienie w kalkulacji punktów złotych, które w rezultacie doprowadziło do dalszego jeszcze ich zbliżenia. O ile mianowicie przesyłkę złota przeprowadza broker lub mały bank, nie dysponujący dostatecznymi środkami własnymi na finansowanie tych wprawdzie krótkotrwałych ale zato bardzo wielkich transakcji, to jest oczywiście, że koszt kapitału pożyczanego jest koniecznym składnikiem kosztów transportu. Przy drugiej ostateczności jednakże, gdy jak w tym wypadku transakcję przeprowadza bank, który stale musi utrzymywać znaczną rezerwę gotówkową nieoprocentowaną, może on uważać złoto płynące na oceanie za część swojej rezerwy kasowej i nie uwzględniać między kosztami oprocentowania. Przy takiej kalkulacji dolny punkt złoty funta wobec dolara wynosi \$'4.8515 zamiast zwykłych \$ 4.8464, a natomiast złoto opłaci się przywozić ze Stanów Zjednoczonych już przy kursie \$ 4.8829 a nie dopiero przy \$ 4.8884, jak przy uwzględnieniu kosztu oprocentowania. Ponieważ w chwili dokonywania przesyłek przez Midland Bank kurs wypłaty telegraficznej wynosił ok. \$ 4.88325, więc od tej właśnie kwestji zależało czy transakcję tę należy uważać za połączoną ze stratą czy z zyskiem. Gdyby przywóz złota był dokonywany z efektywną stratą, Bank Anglii byłby zaprotestował przeciwko tak nienaturalnemu ruchowi złota; ponieważ jednak zachował w tym wypadku zupełną neutralność, nowy sposób kalkulacji zyskał sobie w ten sposób prawo obywatelstwa ¹.

Zakupy złota przez Bank Francuski w r. 1927 doznały ograniczenia skutkiem porozumienia osiągniętego w Waszyngtonie. W roku 1928 pojawiły się one jednakże znowu w odpowiedzi na wspomniany poprzednio ² odpływ złota do Niemiec, gwałtownie popierany przez Bank Rzeszy, przyczem rywalizacja obu Banków nabrała takiej siły, że poczęto nawet mówić o powstaniu pomiędzy nimi nowego „wyścigu zbrojeń“ ³. Wszystkie te ruchy zaćmił jednakże

¹ Einzig, l. c. str. 55–56, 95.

² Str. 151.

³ Einzig, l. c. str. 25.

rozpoczynający się w jesieni r. 1929 odpływ złota do Stanów Zjednoczonych.

Rezultaty polityki konferencji Banków Centralnych z r. 1927, to jest utrzymywania stopy dyskontowej niskiej, a w Stanach Zjednoczonych niższej aniżeli w Londynie, w ciągu roku już okazały się równie niespodziewane jak i obosieczne. Wzrost zasobów kredytowych gospodarstwa światowego, a przede wszystkim amerykańskiego stanowił zupełnie prawidłową inflację, której zaczątki uszły jednakże uwagi, ponieważ dzięki szczególnemu zbiegowi okoliczności nie pojawił się w tym czasie najzwyczajniejszy jej zwiastun, mianowicie ogólny poziom cen w głównych krajach kapitalistycznych nie wykazywał żadnej anormalnej zwyżki. Pewną rolę odgrywała tu z pewnością powszechna pogoń za złotem, której nie potrafiły w zupełności powstrzymać wysiłki, zdążające do rozszerzenia współpracy banków emisyjnych. Ważniejszym zdaje się jednak był wpływ postępu technicznego, który doprowadził w całym szeregu procesów produkcyjnych, i to zwłaszcza przy produkcji zasadniczych surowców, do takiego potaniaenia kosztów, że wysiłki stabilizacyjne, dążące do spetryfikowania ogólnego poziomu cen z epoki powrotu głównych państw europejskich do złota zaczęły wywoływać głęboki rozstrój procesów gospodarczych. Obniżenie stopy w chwili rozpoczynania się wzrostu konjunktury w Stanach Zjednoczonych nie tylko doprowadziło ją do bardzo szybkiego rozwoju, ale również wzmogło spekulację giełdową do rozmiarów zupełnie przedtem nieznanych. Pierwszym skutkiem wzrostu spekulacji akcjami było ograniczenie pożyczek dla Europy o stałym oprocentowaniu, w następstwie zaś zainteresowanie kapitału europejskiego lokatami spekulacyjnymi w Stanach Zjednoczonych, przez co trwający od roku 1924 odpływ złota z Ameryki do Europy ponownie zmienił kierunek i zapas złota Banku Anglii zaczął opadać w przyspieszonym tempie. Spadek jego poniżej granicy £ 150,000,000, uznanej przez Komitet Cunliffe'a za minimum pokrycia złotego, w początku lutego 1929, stał się sygnałem do porzucenia utrzymywanej od blisko dwu lat stopy $4\frac{1}{2}\%$, celem podniesienia jej do $5\frac{1}{2}\%$. Krok ten wywarł natychmiast

klasyczny skutek, którego rynek londyński nauczył się znowu po nim się spodziewać. Prąd złota zwrócił się ku Anglii i wzrost zapasu złota Banku był tak szybki i efektowny, że już w połowie czerwca osiągnął on poziom £163,000,000. Mimo tego jednakże i mimo prowadzonego przez Bank Anglii bardzo zręcznie i z dużym poświęceniem własnych interesów ochraniań rynku zapomocą open-market policy przed wstrząśnieniami inflacyjnymi i deflacyjnymi w związku z temi tak znacznymi ruchami złota, zaniepokojenie rynku nie ustawało. Wszystkie giełdy europejskie znajdowały się od początku r. 1929 w stanie zupełnego marazmu. Powiększało to tylko siłę atrakcyjną giełdy nowojorskiej, tak że fala spekulacji za oceanem stawała się w ciągu tego roku ruchem opartym w przeważającej mierze o napływ kapitałów europejskich¹. Mimo wielkiej ciasnoty na rynku pieniężnym w Londynie (stopa rynkowa utrzymywała się od połowy marca do września 1929, z krótkimi tylko wyjątkami na poziomie stopy bankowej) ciągle przekazy dewizowe za ocean doprowadziły do ponownego opadnięcia kursu funta poniżej punktu eksportowego złota. Ten ostatni czynnik w połączeniu z polityką Banku Francuskiego, dążącego do zamiany swego portfela dewiz na złoto, doprowadziły jednakże do tak silnego ponownego wywozu złota, że zapas Banku skurczył się w końcu września poniżej £131,000,000. Podwyższenie stopy do 6½% 26 września wywołało nietylko poprawę kursu funta i napływ złota, ale również złamało falę spekulacji w Nowym Yorku w sposób skuteczniejszy, aniżeli to były w stanie uczynić wszystkie zaszły w międzyczasie podwyżki stopy Banków Rezerwy Federalnej.

Krach giełdy nowojorskiej stał się, podobnie jak w r. 1907 i jak we wszystkich innych tym podobnych wypadkach, czynnikiem, który nadał zaznaczającej się powoli powszechnej depresji gospodarczej charakter ostrego kryzysu, związanego z ogólnym spadkiem cen. Rynek londyński, który

¹ Charakterystycznym jest w tym związku fakt, że giełda nowojorska zareagowała w lutym natychmiastowym choć krótkotrwałym spadkiem kursów na podwyższenie stopy Banku Anglii do 5½%.

tak jak poprzednio był narażony więcej aniżeli wszystkie inne na оголошение ze złota przez ucieczkę kapitałów za ocean, od tej chwili począł odczuwać korzyści z pośrednictwa w powrocie tychsamyh kapitałów do Europy. Napływ płynnych środków pieniężnych, dla których poczynało brakować możliwości odpowiedniego lokowania, wobec rozprzeszczerzenia się depresji spowodował gwałtowny spadek stopy procentowej na rynku. Bank Anglii, począwszy od 24 października 1929 obniżał swoją stopę zwykłemi półprocentowemi interwałami, aż doprowadził ją 2 maja 1930 do niedawno jeszcze za nieprawdopodobny uchodzącego poziomu 3%.

W tych warunkach jest zupełnie zrozumiałem, że ruch złota ku Anglii nabrał wielkiego natężenia. Pomimo wielkich wymagań, które rynkowi londyńskiemu stawiał Bank Francuski, kontynuując w forsownem tempie zamianę swego portfela dewiz na złoto, zapas złota w Banku wzrastał bez przerwy, i przekroczywszy granicę £ 150,000,000 w styczniu 1930 r., na 30 kwietnia 1930 wzrósł ponad £ 163,000,000.

Niezwykła płynność rynku pieniężnego, i to powiększająca się tak szybko, że Bank mimo ciągłego obniżania stopy nie mógł utrzymać się w pobliżu stopy rynkowej, doprowadziła do zupełnie paradoksalnej zmiany w sytuacji bilansowej Banku: w ciągu lutego i marca jego rezerwa, wahająca się od 50 do 63% zobowiązań depozytowych, wynosiła w cyfrach absolutnych od £ 60,000,000 do £ 65,000,000, natomiast suma jego aktywów rentujących spadała chwilami aż do £ 50,000,000. Sytuacja taka, gdyby się utrzymała na stałe, uniemożliwiłaby Bankowi już nie tylko odrzucenie zwykłej dywidendy, ale nawet mogłaby mu utrudnić pokrycie własnych kosztów handlowych. Zrozumiałem więc jest dążenie Banku do odzyskania kontaktu z rynkiem zapomocą obniżania stopy dyskontowej, a to tembardziej, że w dalszym ciągu swej ustalonej open-market policy Bank Anglii był zmuszonym do zmniejszenia swoich lokat w papierach wartościowych, nie chcąc dopuścić do odbicia się importu złota w cyfrach depozytów banków clearingowych. Utrzymanie cyfry depozytów na zadziwia-

jąco stałym poziomie przeciętnym (we wszystkich rozważaniach tego rodzaju może być mowa oczywiście jedynie o stałości przeciętnej, pozostałej po uwzględnieniu zwykłych wahań sezonowych) mimo tak niezwykle wielkich zmian w zapasie złota stanowi dla Banku Anglii chlubną kartę w dziejach jego stosunku do rynku oddanego pod jego opiekę.

BIBLIOGRAFJA I ŹRÓDŁA

Ze względu na szeroki zakres zagadnień, wiążących się z samą polityką dyskontową Banku Anglii w ścisłym znaczeniu, podanie wyczerpującej bibliografji jest oczywiście niepodobieństwem. Wymienione poniżej dzieła dają łącznie wyczerpujący obraz zagadnień poruszanych w niniejszej pracy.

A. Epoka przedwojenna.

Andréadès, Histoire de la Banque d'Angleterre, ses origines, sa fondation, son développement, l'Act de Robert Peel et son fonctionnement, etc. 1904.

Bagehot W., Lombard Street.

Clare G., A money-market primer and key to the exchanges, 1891.

Huftegger, Die Bank von England, etc. 1915.

Palgrave Sir R. H. I., The Bank Acts of 1844—5 and the Bank-Rate etc. 1892.

— Bank-Rate and the money-market in England, France, Germany, Holland and Belgium 1894—1900. 1904.

v. Phillipovich E., Die Bank von England im Dienste der Finanzverwaltung des Staates, 1911.

Price B., — Chapters on practical political economy.

B. Epoka wojny.

Kirkaldy A. W., British finance during and after the war, 1914—1921. 1927.

Withers H., War and Lombard Street.

C. Epoka powojenna.

Brown W. A., England and the new gold standard 1919—1926. 1929.

Einzig P., International gold movements. 1929.

Gregory T. E., The return to gold. 1925.

— The first year of the gold standard, 1926.

Keynes J. M., A tract on monetary reform. 1923.

— The economic consequences of Mr. Churchill.

Lacout G., Le retour à l'étalon-or. 1926.

D. Czasopisma.

The Banker, 1925—1930.

Banker's Magazine, 1914—1930.

The Economist, 1914—1930.

Journal of the Institute of Bankers, 1914—1930.

The Statist, 1914—1930.

The Times, 1914—1930.

The Times Trade and Engineering Supplement, 1914—1930.

SPIS RZECZY.

	Str.
Wstęp	1
ROZDZIAŁ I.	
Londyński rynek pieniężny przed wojną	8
ROZDZIAŁ II.	
Finansowanie wojny	37
ROZDZIAŁ III.	
Papierowy Funt Szterling	75
ROZDZIAŁ IV.	
Powrót do złota	123

- Nr 5. — Namysłowski Władysław. Proces chorwacki XIII wieku. Kraków 1927, 8-o, str. 48. 150
- Rozprawy Wydziału historyczno-filozoficznego. Serja II. Tom XLII.**
(Ogólnego zbioru t. 67).
- Nr 1. — Cichocki Marjan. Medjacja Francji w rozejmie altmarskim. Kraków 1928, 8-o, str. 185. 6—
- Nr 2. — Tokarz Wacław. Deputacja indagacyjna. Kraków 1928, 8-o str. 32. 1—
- Nr 3. — Głemma Tadeusz ks. Stany pruskie i biskup chełmiński Piotr Kostka wobec drugiego bezkrólewia. Kraków 1928, 8-o, str. 73. 210
- Nr 4. — Bossowski Franciszek. Actio ad exhibendum w prawie klasycyzm i justyniańskim. Kraków 1929, 8-o, str. 82. 240
- Nr 5. — Kukiel Marjan. Maciejowice, Kraków 1928, 8-o, str. 80+4 mapy 4—
- Nr 6. — Godziszewski Władysław. Polska a Moskwa za Władysława IV. Kraków 1930. 8-o, str. 72. 250

Biblia Szarospatacka. Podobizna kodeksu reform. gimnazjum w Szarospataku. Wydał Ludwik Bernacki. Kraków 1930, folio, str. 20+399 tablic światłodrukowych. 200—

Archiwum Komisji do badania historii filozofji w Polsce. Tom I.
Część I. 8-o, str. 188. 4—

Treść. Horodyski Władysław. Średniowieczne źródła do filozofji mesjanizmu (Eriugena — Mistrz Eckhart), str. 1. — Michalski Konstanty C. M. Mistrz z Bystrzykowa i Jan ze Stobnicy jako przedstawiciele skotyzmu w Polsce, str. 21. — Chmaj Ludwik. Wolzogen przeciw Descartes'owi. Przyczynek do charakterystyki związku arjanizmu polskiego z myślą filozoficzną Zachodu, str. 81. — Gabryl Franciszek. O Walerjan Magni, kapucyn (1586—1661). Anti-Arystotelik w XVII wieku, str. 133. — Chrzanowski Ignacy. »Ród Ludzki« Staszica jako wytwór filozofji wieku oświeconego, str. 169. — Daszynska-Golińska Z. O rękopisie Hoene-Wrońskiego: Création absolue de l'humanité. Seconde partie. Etablissement de l'ère de l'absolu ou constitution de l'humanité. Paryż 15 sierpnia 1818, str. 175.

— Tom I. Część II. 8-o, str. 189—332. 3—

Treść. Bystron Jan Stanisław. Rozwój problemu socjologicznego w nauce polskiej, str. 189. — Birkenmajer Ludwik. Filozoficzne podłoże odkrycia Kopernika, str. 261. — Rubczyński Witold. Łowiczanina rozmowy pretendentów do nieśmiertelności jako zabytek platonizującego naturalizmu z początków XVI wieku, str. 272.

— Tom II. Część I. 8-o, str. 169. 3—

Treść. Birkenmajer Aleksander. Studja nad Witelonem. Część pierwsza. Dwa nieznanne pisemka Witelona, str. 1. — Kot Stanisław. Michał Twaróg z Bystrzykowa i Jan Schilling. Pośrednicy między ruchem filozoficznym paryskim a Krakowem na przełomie XV i XVI w., str. 150. — Birkenmajer Aleksander. O rzekomym filozofie polskim XIV w., nazwiskiem Gad z Uścia, str. 156. — Birkenmajer Aleksander. Prelekcja wstępna Jana Solfy, str. 162.

— Tom III. 8-o, str. 144+1 tabl. 12—

Treść. Matthaei de Cracovia Rationale operum divinatorum (Theodicea), edidit Vitoldus Rubczyński.

Prace Komisji Etnograficznej.

Nr 1. — Zaborski B. O kształtach wsi w Polsce i ich rozmieszczeniu (z ryc. i mapą)	7—
Nr 2. — Kubijowicz W. Życie pasterskie w Beskidach magurskich (z ryc. i map.)	6—
Nr 3. — Lilientalowa R. Dziecko żydowskie (z ryc. i tabl.)	6—
Nr 4. — Ciszewski S. Żeńska twarz	1:20
Nr 5. — Zainki drewniane przy drzwiach (39 tabl. i mapa)	6—
Nr 6. — Seweryn T. Z żywym kurkiem po dyngusie	3:60
Nr 7. — Pietkiewicz C. Polesie Rzeczyckie. Materiały etnograficzne. Część I. Kultura materialna (z 291 ryc.)	12—
Nr 8. — Antoniewicz W. Metalowe spinki góralskie (z 136 ryc. i 2 map.)	7—
Nr 9. — Ligęza J. Ujanowice. Wieś powiatu limanowskiego (Zapiski z r. 1905)	1:20
Nr 10. — Zawistowicz-Kintopfowa K. Zawarcie małżeństwa przez kupno w polskich obrzędach weselnych ze szczególnem uwzględnieniem roli orszaku pana młodego	2—
Nr 11. — Seweryn T. Pokucka majolika ludowa (1 tabl. i 63 rycin)	8:50
Nr 12. — Biegeleisen H. Lecznictwo ludu polskiego	18—

Podręczniki:

Serja I.

Benni T., Łoś J., Nitsch K., Rozwadowski J., Ułaszyn H. Gramatyka języka polskiego	12—
Gawroński A. † Gramatyka sanskrycka (<i>w druku</i>).	
Łoś J. Pisownia polska. Przepisy. Słowniczek. Wydanie VIII, poprawione i rozszerzone	2—
Morawski K. Zarys literatury rzymskiej	6—
Moszyński K. Kultura Słowian. Cz. I. Kultura materialna	50—
Witkowski St. Historjografia grecka i nauki pokrewne. Tom I.	9—
— Historjografia grecka i nauki pokrewne. Tom II.	9—
— Historjografia grecka i nauki pokrewne. Tom III.	20—
Zieliński T. Tragodumenon libri tres	10—

Serja II.

Adametz L. Hodowla ogólna zwierząt domowych, z niemieckiego rękopisu przełożył Zdz. Zabielski	12—
Anatomja człowieka. Tom I — opracował A. Bochenek, broszurowany	12—
oprawny	14—
Anatomja człowieka. Tom II — opracowali A. Bochenek i St. Ciechanowski	20—
Anatomja człowieka. Tom III — opracowali A. Bochenek i St. Ciechanowski	12—
Anatomja człowieka. Tom IV, część II (Nerwy obwodowe — Oko — Powłoki zewnętrzne) — opracowali E. Loth, Fr. Krzyształowicz i K. Majewski	12—
Anatomja człowieka. Tom IV, część III (Ucho) — opracował J. Markowski	7—
Hoyer H. Anatomja porównawcza zwierząt domowych (z licznymi rycinami)	16—
Klecki K. Patologia ogólna, tom I.	30—
Kozak J. i Orzelski T. Ćwiczenia z zakresu chemji ogólnej (z rycinami)	7—
Marchlewski L. Podręcznik do badań fizjologiczno-chemicznych	12—
Maziarski St. Podręcznik do ćwiczeń histologicznych	9—
Oszacki A. Choroby przemiany materji i energii u człowieka. Podstawy nauki o metabolizmie. Fizjopatologia tycia i chudnięcia. Kliniczne postacie otyłości i chudości	15—
Pisarski Tadeusz. Kamienie moczowe. Ich budowa i mechanizm powstawania	6—
Rosenblatt A. Geometria analityczna na płaszczyźnie (z rycinami)	12—