

UNIwersytet Łódzki



---

**Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny**

Studia stacjonarne III stopnia  
Kierunek: Ekonomia

**KARINA GRABOWSKA**

**SPECJALNE PRAWA CIĄNIENIA JAKO  
FORMA PIENIĄDZA  
MIĘDZYNARODOWEGO**

Rozprawa doktorska napisana w instytucie  
Gospodarki Międzynarodowej  
pod kierunkiem naukowym  
prof. dr hab. Janusza Bilskiego

**Łódź 2022**

## Spis treści

Wstęp .....	4
Pieniądz międzynarodowy i jego rola w finansach międzynarodowych .....	8
1.1. Rodzaje pieniądza .....	8
1.2. Pojęcie i warunki kreacji pieniądza międzynarodowego .....	12
1.2.1. Definicja pieniądza międzynarodowego .....	12
1.2.2. Warunki kreacji pieniądza międzynarodowego .....	21
1.3. Funkcje waluty międzynarodowej oraz jej formy .....	23
1.3.1. Funkcje waluty międzynarodowej .....	23
1.3.2. Dominacja dolara amerykańskiego w finansach międzynarodowych .....	27
Pieniądz międzynarodowy w systemach walutowych .....	43
2.1. System waluty złotej .....	43
2.2. System dewizowo - złoty .....	53
2.3. System dolarowo - złoty .....	58
2.4. System wielodewizowy .....	68
2.5. Współczesny system walutowy (zmiany po 2000 roku) .....	70
2.6. Strategie monetarne i reżimy kursowe .....	86
2.6.1. Strategie monetarne .....	86
2.6.2. Systemy kursowe .....	87
Powstanie i rozwój Specjalnych Praw Ciągnięcia .....	98
3.1. Pojęcie i powstanie SDR .....	98
3.1.1. Integracja walutowa w Europie .....	98
3.1.2. Utworzenie i definicja Specjalnych Praw Ciągnięcia .....	99
3.2. Emisje i rozdysponowanie SDR .....	99
3.2.1. Reguły emisji i skład koszyka Specjalnych Praw Ciągnięcia .....	100
3.2.2. Emisje i wartość Specjalnych Praw Ciągnięcia .....	103
3.3. Istota funkcjonowania SDR w gospodarce światowej .....	108
3.3.1. Zasady funkcjonowania Specjalnych Praw Ciągnięcia .....	108
3.3.2. Warunki awansu SDR do funkcji pieniądza międzynarodowego .....	111
3.4. SDR w kontekście pieniądza międzynarodowego .....	114
3.4.1. Cechy SDR w kontekście pieniądza międzynarodowego .....	114
3.4.2. Funkcje SDR w kontekście pieniądza międzynarodowego .....	118
3.4.3. Zmiany statutu MFW w kontekście pełnienia przez SDR funkcji waluty międzynarodowej .....	119
Perspektywy przekształcenia SDR w pieniądz międzynarodowy .....	130
4.1. Konceptje budowy nowego międzynarodowego ładu walutowego .....	130
4.1.1. Wstęp do analizy Specjalnych Praw Ciągnięcia jako pieniądza międzynarodowego .....	130

4.1.2. Dyskusja ekonomistów .....	133
4.1.3. Najważniejsze zalety i ograniczenia systemu walutowego opartego na SDR .....	140
4.2. Analiza porównawcza hipotetycznych scenariuszy rozwoju globalnego systemu walutowego.....	143
4.2.1. Kryteria wyboru scenariuszy .....	143
4.2.2. Scenariusz systemu opartego na SDR.....	144
4.2.3. Scenariusz modelu wielodewizowego ze zwiększoną rolą SDR dla krajów rozwijających się.....	147
4.2.4. Scenariusz wielobiegunowo - strefowego systemu walutowego.....	149
4.3. Upowszechnienie Specjalnych Praw Ciągnięcia na świecie .....	154
4.3.1. Zorganizowanie upowszechnienia SDR za pomocą linii SWAP .....	154
4.3.2. Wykorzystanie rozwiązań integracyjnych w krajach rozwijających się.....	157
4.3.3. Powiązanie walut krajów rozwijających się i rynków wschodzących z SDR .....	159
4.3.4. SDR jako pionier kryptowalut .....	163
4.4. Konsekwencje awansowania SDR do roli pieniądza międzynarodowego .....	166
4.4.1. Konsekwencje awansowania SDR do roli pieniądza międzynarodowego w sferze instytucjonalnej .....	166
4.4.2. Awansowanie SDR do roli pieniądza międzynarodowego a porządek walutowy na świecie .....	169
4.4.3. Wpływ SDR jako pieniądza międzynarodowego na koordynację poziomu stóp procentowych .....	171
4.4.4. Geopolityczne skutki pełnienia roli pieniądza międzynarodowego przez SDR .....	172
4.5. Wnioski.....	175
Bibliografia.....	185

## Wstęp

Pieniądz międzynarodowy stanowi jedno z najważniejszych zagadnień dotyczących współczesnych finansów. Jest to problem globalny, który dotyczy każdego podmiotu działającego na rynku światowym. Dyskusje na temat pieniądza międzynarodowego, zaowocowały powstaniem licznych projektów reform, które wpłynęły na współczesny kształt finansów międzynarodowych<sup>1</sup>.

W literaturze ekonomicznej nie znaleziono rozwiązań dla wielu ważnych problemów dotyczących finansów światowych. Duża część pytań postawionych lata temu, nadal pozostaje nierozstrzygnięta. Na przykład, trudno oczekiwać ostatecznej odpowiedzi na pytanie o potrzebę istnienia pieniądza międzynarodowego jako takiego, czy też określenia czy pieniądzem międzynarodowym powinno być złoto, dolar amerykański, Specjalne Prawa Ciągnięcia (Special Drawing Rights), a może zupełnie inna, jeszcze niepowstała forma. Funkcję tę powinna pełnić oparta na koszyku walut jednostka międzynarodowa, a może waluty krajowe najważniejszych państw? Czy Specjalne Prawa Ciągnięcia, powstałe m.in. w takim właśnie celu, mogą pełnić rolę pieniądza międzynarodowego? Dotychczas nierozwiązany zostaje także problem dotyczący tego, jakie mechanizmy lub organizacje międzynarodowe powinny być odpowiedzialne za ustalanie poziomu podaży pieniądza światowego. Poruszone przeze mnie zagadnienia stanowią jedynie niewielką część złożonego i bardzo obszernego działu jakim jest tematyka finansów międzynarodowych.

Zdecydowałam się na wybór powyższego tematu, ponieważ uważam, że pieniądz międzynarodowy to bardzo istotna kategoria ekonomiczna. Prace naukowe dostępne w literaturze światowej, nie traktują problematyki dotyczącej Specjalnych Praw Ciągnięcia kompleksowo i dotyczą zwykle tylko pewnego jej fragmentu lub wykazują tendencję do stosowania uogólnień.

Celem pracy jest analiza i ocena Specjalnych Praw Ciągnięcia jako formy pieniądza międzynarodowego, a także sformułowanie odpowiedzi na pytanie czy są szanse na to, by Specjalne Prawa Ciągnięcia stały się w przyszłości pieniądzem światowym oraz czy szersza rola SDR mogłaby przyczynić się do bardziej sprawnego

---

<sup>1</sup> Bilski J., *Pieniądz międzynarodowy w powojennej historii międzynarodowego systemu walutowego. Teoria i praktyka*, Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica nr 316(5) 2015, s. 2.

funkcjonowania międzynarodowego systemu finansowego. Praca ta ma na celu nie tylko zbadanie samej istoty Specjalnych Praw Ciągnięcia, ale także ukazanie zależności pomiędzy SDR a innymi walutami takimi jak euro czy dolar amerykański.

Hipoteza główna, którą weryfikuję w pracy brzmi następująco: awansowanie SDR do roli pieniądza międzynarodowego powinno rozpocząć się od szerszego ich wykorzystania w stosunkach finansowych krajów rozwijających się i rynków wschodzących (emerging markets), co daje szansę na upowszechnienie SDR w finansach międzynarodowych, a co więcej może działać stabilizująco na globalny system walutowy.

Pierwsza hipoteza pomocnicza, którą sformułowałam w pracy zakłada, że organizacja międzynarodowego systemu walutowego w istotny sposób może określić rodzaj, zakres i funkcję pieniądza światowego. Przyjęłam tezę zakładającą, że to jak skonstruowany jest system determinuje, która waluta pełni funkcję pieniądza międzynarodowego.

Kształt współczesnego międzynarodowego systemu walutowego uniemożliwia Specjalnym Prawom Ciągnięcia pełnienie roli pieniądza światowego. Nie stwarza on także dogodnych warunków na to, aby SDR mógł pełnić funkcję pieniądza awaryjnego w okresie kryzysów. Niska przydatność funkcjonalna SDR na międzynarodowym rynku walutowym jest podyktowana przesłanką o częściowym kształtowaniu międzynarodowego systemu walutowego przez międzynarodowe czynniki i relacje polityczne. Jest to przede wszystkim niechęć głównych aktorów gospodarki światowej, Stanów Zjednoczonych (zwłaszcza) i (w mniejszej mierze) Unii Europejskiej, do wprowadzenia wspólnego pieniądza światowego.

Zbadanie ewolucji systemu walutowego, pozwala na przeprowadzenie analizy przydatności Specjalnych Praw Ciągnięcia w określonej sferze. Wskazuje ona na to, że organizacja systemu walutowego, a także sytuacja rynkowa, mogą określić sposób funkcjonowania pieniądza międzynarodowego, co czyni je kluczowymi czynnikami kształtującymi rzeczywistość gospodarki światowej.

W pierwszym rozdziale pracy zbadalam istotę pieniądza międzynarodowego. Przedstawiłam w nim dyskusję pomiędzy uznanymi ekonomistami na temat waluty

globalnej. W rozdziale tym opisałam także warunki, jakie pieniądź musi spełnić, aby mógł pełnić funkcję waluty międzynarodowej.

Rozdział drugi poświęciłam analizie ewolucji międzynarodowego systemu walutowego. W rozdziale tym opisałam systemy waluty złotej, dewizowo - złoty, dolarowo - złoty, a także system wielodewizowy wraz z opiniami ekonomistów na temat funkcjonowania każdego z nich.

W rozdziale trzecim analizie poddałam istotę Specjalnych Praw Ciągnięcia. Opisałam w nim cechy SDR w kontekście waluty międzynarodowej, a także zaproponowałam zmiany, jakie powinny zajść w Statucie Międzynarodowego Funduszu Walutowego, w celu usprawnienia działania SDR.

W ostatnim rozdziale pracy omówiłam warunki i konsekwencje awansowania SDR do roli pieniądza międzynarodowego. Przedstawiłam koncepcję budowy nowego ładu monetarnego w oparciu o SDR. Ponadto rozdział ten zawiera analizę porównawczą hipotetycznych scenariuszy rozwoju globalnego systemu walutowego.

W pracy zastosowałam hipotetyczno – dedukcyjną metodę badań, która wywodzi się z tradycji racjonalizmu krytycznego. Wykorzystałam uniwersalne instrumenty badawcze (analizę i syntezę) oraz sposoby wnioskowania (indukcję i dedukcję). Pozwoliło to na sformułowanie zagadnienia, hipotezy głównej, oraz hipotezy pomocniczej, które następnie poddałam procesowi weryfikacji. Zastosowałam w tym celu analizę ilościową oraz rozumowanie przez analogię. Dzięki dostępnej literaturze oraz danym statystycznym Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW/IMF), Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju (IBRD), Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), Narodowego Banku Polskiego (NBP), Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) i Europejskiego Urzędu Statystycznego (EUROSTAT) przeprowadziłam równoległą weryfikację teoretyczną i empiryczną. Dzięki wykorzystanej w pracy metodzie badawczej, zweryfikowałam hipotezę główną oraz hipotezę pomocniczą, co pozwoliło na stwierdzenie, że z punktu widzenia awansowania SDR do roli waluty kluczowej, korzystne jest zintensyfikowanie zarówno od strony formalnej, jak i rynkowej, wykorzystania SDR w krajach rozwijających się i emerging markets.

Praca ma na celu nie tylko zbadanie samej istoty pieniądza międzynarodowego, ze szczególnym naciskiem na zagadnienie Specjalnych Praw Ciągnięcia, ale także sformułowanie warunków, jakie Specjalne Prawa Ciągnięcia powinny spełniać, aby mogły pełnić funkcję waluty międzynarodowej.

Konstrukcja pracy podporządkowana jest weryfikacji hipotezy głównej i hipotezy pomocniczej. Z założeń pracy wynika, że analiza ewolucji pieniądza międzynarodowego prowadzi do weryfikacji hipotezy pomocniczej. Treść rozdziału czwartego pozwala zweryfikować prawdziwość hipotezy głównej.

W toku analiz podjęłam także próbę odpowiedzi na wcześniej zamieszczone pytania. Mam nadzieję, że rozprawa ta będzie stanowiła wartościową analizę poruszonego zagadnienia, a zawarte w niej wnioski będą przydatną podstawą do badań naukowych w przyszłości.

# Pieniądz międzynarodowy i jego rola w finansach międzynarodowych

## 1.1. Rodzaje pieniądza

Na przestrzeni wieków pojęcie pieniądza ujmowane było w coraz to nowy sposób. Zmiany te bezpośrednio warunkowała ewolucja systemów monetarnych, gospodarki światowej, doktryny ekonomiczne aktualne dla danego okresu oraz postępujący rozwój wymiany handlowej. Prawie każde większe wydarzenie w historii świata niesło za sobą zmianę formy pieniądza lub przynajmniej powodowało rozwój systemu płatniczego. Kierunek tych zmian jest w większości przypadków taki sam. Zmierzają one w stronę dematerializacji, a zatem wprowadzenia umownej formy pieniądza. Pierwotnie funkcję pieniądza pełniły dobra naturalne. Równoległe i później popularyzowano używanie monet. Następnym krokiem w rozwoju pieniądza była jego papierowa forma, a później elektroniczna, którą możemy obserwować dziś.

Aktywo przechowujące siłę nabywczą<sup>2</sup> - taką definicję pieniądza można znaleźć w publikacjach M.Friedmana. Choć definicja ta jest bardzo obrazowa to jednak przez innych ekonomistów została odebrana, jako niepełna. Uzupełnili ją oni głosząc, że aktywo to musi charakteryzować się dużą płynnością<sup>3</sup>, a jego wartość musi być przewidywalna<sup>4</sup>. Współczesna forma pieniądza ukształtowana jest przez władze w określony sposób i to właśnie władza zabiega i dba o to, aby społeczeństwo wykazywało akceptację w stosunku do aktualnej formy pieniądza. Według F.S. Mishkina: "pieniądem jest wszystko to, co powszechnie akceptuje się jako zapłatę za dobra i usługi, a także jako środek spłaty długu"<sup>5</sup>. Społeczne zaufanie wobec pieniądza jest niezwykle ważne. Nakaz prawny używania takiego czy innego środka wymiany nie wystarczy. Jeśli dana forma pieniądza nie uzyska zaufania publicznego, proces wyparcia jej przez inną darzoną zaufaniem formę jest nieunikniony<sup>6</sup>.

---

<sup>2</sup> Friedman M., *Kapitalizm i wolność*, Helion, Gliwice 2017, s. 48.

<sup>3</sup> Duwendag D., Ketterer K.H., Kusters W., Pohl R., Simmert D.B., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1995, s. 40.

<sup>4</sup> Piaszczyński W., *Anatomia pieniądza* Script, Warszawa 2004, s. 14.

<sup>5</sup> Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 85.

<sup>6</sup> Zadora H., Zieliński T., *Pieniądz współczesny a kryzysy finansowe*, Difin, Warszawa 2012, s. 46.



Zupełnie inny pogląd na charakterystykę pieniądza ma Z. Polański, który widzi pieniądź, jako twór osadzony wyłącznie w świecie finansów, którego jedynym bezpośrednim producentem jest system bankowy. Według niego, pieniądź jest "kluczowym elementem systemu finansowego, integrującym działalność formalnie niezależnych od siebie podmiotów ekonomicznych"<sup>7</sup>.

Inny ekonomista, J.M. Keynes wyraził na temat pieniądza myśl, wg której "pieniądz, jeśli chodzi o jego najważniejsze własności, stanowi przede wszystkim subtelny środek powiązania terażniejszości z przyszłością"<sup>8</sup>. I właśnie o podróży pomiędzy ówczesną terażniejszością, a dzisiejszą przyszłością traktowały będą poniższe rozważania.

Dawniej powszechne użytkowanie metali spowodowało wyłonienie się pieniądza kruszcowego. Dzięki temu wynalazkowi znacznie usprawniono, a przede wszystkim ujęto w skodyfikowane ramy nieuporządkowaną wcześniej wymianę handlową. Można wymienić niemal dwieście rodzajów substancji, które pełniły funkcję pieniądza w różnych regionach świata<sup>9</sup>. W pierwszej fazie rolę tę odgrywały metale nieszlachetne, dopiero później złoto i srebro zyskały miano pieniądza<sup>10</sup>.

W kulturze rzymskiej funkcjonował system prawny, który regulował wszelkie zobowiązania z tytułu sprzedaży. Specjalnie wyznaczona do tej funkcji osoba zajmowała się odważaniem uformowanego w sztabki złota. Zaświadczała ona także o uregulowaniu długu. Działanie to miało blokować możliwość celowego zaniżania wartości i taką też funkcję spełniało. W tym samym okresie we wschodniej części świata zrodził się system miar, wag a także powstało pojęcie weksla. Powszechny stawał się kontakt z rynkiem o zasięgu ponadnarodowym, pojawiła się zatem potrzeba pochylenia się nad etyką w finansach. Tu kluczową rolę odegrały tradycje pochodzące z biblii. Przemiany pieniądza mające miejsce w starożytnych czasach wiele wniosły do finansów światowych<sup>11</sup>.

Mimo, iż przemiany pieniądza klasyfikuje się przeważnie jako pozytywne, to przyniosły one także nieznane dotychczas problemy. Jako, że potrzeba bardzo często staje

---

<sup>7</sup> Polański Z., *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982-1993. Przemiana ustrojowa*, PWN, Warszawa 1995 s. 25-26.

<sup>8</sup> Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1956, s. 376.

<sup>9</sup> Einzig P., *Primitive money in its Ethnological, Historical and Economic Aspects*, Pergmon Press, Oxford 1949 s. 18.

<sup>10</sup> Childe V.G., *O rozwoju historii*, PWN, Warszawa 1963, s.155.

<sup>11</sup> Tamże s. 155.

się przysłowiową matką wynalazków i w tym przypadku handlarze w celu pozyskania dodatkowych korzyści próbowali nieuczciwie zmniejszać zawartość metalu szlachetnego w monetach. Proceder ten nazywany jest psuciem pieniądza. Aby zapobiec takim praktykom wprowadzono do obiegu pieniąż bity, jednak oznaczanie monet nie rozwiązało problemu w stu procentach. Inną niedoskonałością tego systemu było niedopasowanie podaży monet do potrzeb panujących na ówczesnym rynku. Wielkie odkrycia geograficzne, których nie brakowało w okresie wczesnego średniowiecza niosły za sobą rozwój importu. Srebro napływające z terenów kolonii hiszpańskich przyczyniło się do narastania procesu inflacji. Najpopularniejszym kruszcem stosowanym w rozliczeniach międzynarodowych było srebro i powstałe z niego bite talarowe monety. W Europie natomiast stosowano także takie kruszce jak miedź, brąz i złoto<sup>12</sup>.

W dużo późniejszym okresie (XVIIw.) również można odnaleźć przykłady dowodzące słuszności tezy, iż większym wydarzeniom w historii często towarzyszą zmiany dotyczące pieniądza.

Takie wydarzenie, jak utworzenie Bank of England (27 lipca 1694r.), nie pozostaje bez wpływu na jego kształt. Bank ten był swoistego rodzaju wzorem do naśladowania dla innych banków centralnych. Wydarzenie to było impulsem do wyemitowania tzw. biletów bankowych, które stanowiły podstawę do zwalniania z zobowiązań. Banki rozpoczęły emisję weksli skarbowych, które choć nie posiadały pokrycia w złocie, to stanowiły zobowiązanie państwa równoznaczne z pożyczką. Pieniąż papierowy został doceniony jako dobrze funkcjonujący instrument długu publicznego. Wprowadzenie go do obrotu niosło za sobą jednak wiele negatywnych skutków. Najbardziej dotkliwym była spowodowana nadmierną emisją inflacja. Zaistnienie zjawiska monopolu państwa na emisję bilonu nie sprzyjało regulacjom. Kraje wykorzystywały pieniąż papierowy do finansowania swoich celów.

Powszechna chęć obniżenia kosztów wymiany pieniądza, a także pojawienie się możliwości łatwiejszej jego kreacji, skłania ku zaletom jakie generuje korzystanie z pieniądza bezgotówkowego. Pieniąż, którego podstawą jest wiarygodność, czy to osoby fizycznej, czy też przedsiębiorstwa prywatnego w zdematerializowanej formie, stanowi pieniąż bezgotówkowy. Można za jego pomocą regulować zobowiązania, czy też

---

<sup>12</sup> Byłok F., *Wybrane aspekty socjologii rynku*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2005, s. 93-94.

otrzymywać należności, jednak występuje on jedynie w formie zapisów na rachunkach płatnych na żądanie, a także na wkładach terminowych. Pieniądz bezgotówkowy emitowany jest w chwili ulokowania pieniądza papierowego na koncie bankowym lub w momencie udzielenia kredytu przez bank. Upowszechnienie pieniądza bezgotówkowego niesie za sobą zjawisko, w którym banki udzielają kredytów na sumy znacznie większe od wysokości posiadanych rezerw gotówkowych<sup>13</sup>.

Jako, że żyjemy w czasach, gdzie nowoczesne formy pieniądza stają się coraz bardziej powszechne chciałabym także wspomnieć o pieniądzu wirtualnym w postaci kryptowaluty. Jest to bazujący na kryptografii system, który przechowuje informację o stanie posiadania w jednostkach umownych. Kryptowaluta to szczególny przypadek waluty wirtualnej. Poszczególne węzły, tzw. portfele są skonstruowane tak, aby dostęp do nich miał jedynie właściciel klucza prywatnego, który odpowiada danemu portfelowi<sup>14</sup>. Większość krajów na świecie nie kategoryzuje kryptowaluty jako środka płatniczego, czy w ogóle jednostki walutowej, co umożliwia wytwarzanie kolejnych jednostek takiej waluty poprzez tzw. wydobywanie w sposób legalny. Istnieje bardzo wiele kryptowalut o różnych nazwach. Na 7500 tzw. kryptogieldach notowanych jest ponad 4000 kryptowalut, jednak najpopularniejszą z nich jest Bitcoin. Notowania kryptowalut przedstawiane są w odniesieniu do walut fiducjarnych, więc nie istnieje problem z transparentnością ich wartości.

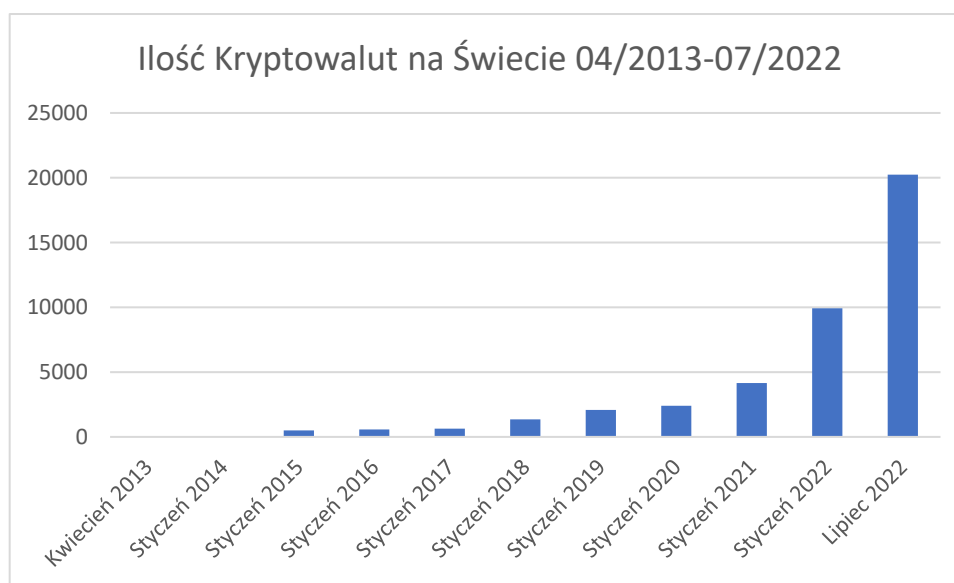
Na przestrzeni okresu pomiędzy powstaniem Bitcoina w 2009 roku i Ethereum w 2015 roku, rynek kryptowalut zmienił się drastycznie. Dziś w jego skład wchodzi ponad 9000 tokenów. Wg danych firmy Coin Market Cap liczba kryptowalut występujących na świecie na dzień 23.07.2022 to ponad 20200. Z punktu widzenia historii kryptowalut nie trudno zauważyć, że tempo powstawania coraz to nowych projektów znacznie przyspieszyło w 2021 roku, czyli w okresie największej hossy, jaka miała miejsce na tym rynku dotychczas. Zjawisko to zostało zobrazowane na poniższym wykresie. Hossa, o której mowa znacznie przyczyniła się do rozpowszechnienia wiedzy na temat kryptowalut. Świat dowiedział się o istnieniu Bitcoina oraz Ethereum.

---

<sup>13</sup> Gruszecki T., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna Rys historyczny i praktyka gospodarcza*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 73.

<sup>14</sup> Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, Cryptography Mailing List, 2019 s. 1.

Wykres 1. Ilość kryptowalut na świecie w okresie 04/2013-07/2022.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Coin Market Cup, <https://coinmarketcap.com/> (dostęp 12.06.2022).

Warto zwrócić uwagę na to, że wśród projektów branych pod uwagę na powyższym wykresie znajdują się jedynie projekty, które weszły na giełdy kryptowalut. Istnieje jednak całe mnóstwo pomysłów prywatnych tego typu, które nigdy nie pojawiają się na giełdach lub do których dostęp ma ograniczona ilość osób.

Pieniądz przechodzi zatem współcześnie ważną transformację. Klasyczne formy pieniądza, takie jak monety, a nawet banknoty, w coraz większej mierze stanowią margines systemu. Jego centrum staje się natomiast Internet, w którym pieniądz przyjmuje postać elektronicznego zapisu. Poza tym, klasyczne waluty krajowe są uzupełniane przez szereg walut alternatywnych, o których wspomniano omawiając problematykę kryptowalut.

## 1.2. Pojęcie i warunki kreacji pieniądza międzynarodowego

### 1.2.1. Definicja pieniądza międzynarodowego

Pieniądz światowy to pojęcie powstałe w okresie międzywojennym i początkowo tożsame ze złotem. Dopiero po II wojnie światowej znaczenie tego pojęcia obejmowało także bezwzględnie dominującą w tym okresie walutę krajową Stanów Zjednoczonych czyli dolara. Termin ten funkcjonował w literaturze ekonomicznej do końca lat sześćdziesiątych. Po tym okresie powoli wypierała to określenie waluta kluczowa (key currency), tudzież waluta rezerwowa w literaturze używane wymiennie. Pojęcie waluty

kluczowej powstało podczas dyskusji w wyniku której J.H Williams stwierdził, że dolar, czy też inne waluty, występują jedynie jako zastępstwo dla złota w pełnieniu funkcji monetarnych, stąd używanie terminu waluta światowa w celu ich określenia w tamtym okresie można uznać za niestosowne<sup>15</sup>.

Od połowy lat siedemdziesiątych popularność zyskało pojęcie waluta międzynarodowa. Jednak, to że wymienione wyżej określenia często zastępowały się wzajemnie nie oznacza, iż ich znaczenie jest takie samo. Na rynku światowym może jednocześnie funkcjonować wiele walut międzynarodowych jako waluty regionalne, waluta kluczowa oraz pieniądz światowy mają natomiast charakter globalny. Poza tym, aby dowolna waluta mogła być uważana za pieniądz światowy, musi pełnić wszystkie funkcje monetarne, w przypadku waluty międzynarodowej nie jest to warunek konieczny.

Podsumowując, pieniądz międzynarodowy, jest to pieniądz używany w transakcjach międzynarodowych akceptowany poza granicami emitującego go kraju<sup>16</sup>. Do czasu Wielkiego Kryzysu gospodarczego z okresu pomiędzy rokiem 1929 a 1933, zobowiązania międzynarodowe regulowano przepływami złota. Po II wojnie światowej dolar pełnił funkcję pieniądza międzynarodowego, a po 1958r. również inne waluty zachodnie. Od lat siedemdziesiątych XX wieku do pełnienia podobnych funkcji w niektórych sferach finansów międzynarodowych pretendowały także międzynarodowe jednostki rozliczeniowe takie jak SDR i ECU (do 2002)<sup>17</sup>.

Na powojenny obraz międzynarodowych stosunków gospodarczych, a także na ukształtowanie istoty pieniądza międzynarodowego, według mnie ogromny wpływ miały rozważania i koncepcje trzech ekonomistów.<sup>18</sup>

Pierwszym, którego wizjonerskie na tamten czas, a coraz bardziej aktualne dzisiaj, poglądy chciałabym przytoczyć jest F.A. von Hayek. Nie był on zwolennikiem jednorodnego systemu monetarnego. Według niego gospodarka światowa, w której funkcjonuje kilka niezależnych systemów pieniężnych ma większe szanse na utrzymanie

---

<sup>15</sup> Williams J.H., *Currency stabilization: the Keynes and White Plan.*, Foreign Affairs, USA 1943.

<sup>16</sup> *Encyklopedia Popularna PWN*, PWN, Warszawa 2017.

<sup>17</sup> Morawski W., *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*, Trio, Warszawa 2002.

<sup>18</sup> Bilski J., Janicka M., Miziołek T., *Międzynarodowy system finansowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 25-31.

stabilności. W takiej gospodarce istnieje możliwość dywersyfikacji ryzyka i jest ona bardziej odporna na działanie negatywnych czynników zewnętrznych.

Innym ekonomistą, którego poglądy chciałabym przytoczyć, jest J.M. Keynes wraz z jego koncepcją zarządzanej przez władze ponadnarodowe światowej unii walutowej (clearingowej), której jednostką pieniężną miał być tzw. bankor (bancor)<sup>19</sup>.

Bez wątpienia można powiedzieć, że dyskusja tych właśnie ekonomistów wpłynęła nieodwracalnie na kształt współczesnej ekonomii. Zdziwiający jednak jest fakt, że realizacji swojego projektu w tej tematyce doczekał się dużo mniej rozpoznawalny ekspert, a mianowicie już wspomniany w niniejszej pracy J.H. Williams. Jego koncepcja waluty kluczowej weszła w życie w ramach amerykańskiego Planu White'a<sup>20</sup>.

Poniżej będę analizowała poglądy trzech wymienionych ekonomistów. Z uwagi na fakt, że jedynie koncepcja J.H Williamsa została zrealizowana, zdecydowałam się na porównanie poglądów dwóch pozostałych ekonomistów w tabeli, stosując wobec nich spójne kategorie, jako kryteria porównawcze. Poglądy J.H Williamsa opisuję w dalszej części pracy. Tabela 1 została wykonana na podstawie artykułu J.Bilskiego<sup>21</sup>. Treść artykułu została zmodyfikowana, rozwinięta i będzie wykorzystywana jako podłoże do analizy później podejmowanych wątków. W ten sposób konstrukcja pracy nabiera przyczynowo wynikowego kształtu.

Współczesne finanse międzynarodowe i mechanizmy ich funkcjonowania są bezpośrednio związane z decyzjami podjętymi przed laty, dlatego niebezzasadne jest poszukiwanie odpowiedzi na dziś stawiane pytania w rozważaniach nieżyjących już ekonomistów. Ponadto prawidłowe rozumienie ciągów przyczynowo skutkowych prowadzi do lepszej interpretacji obecnie obserwowanych wydarzeń. Idąc tym tokiem rozumowania chciałabym przedstawić odmienne od siebie poglądy dwóch ekonomistów J.M.Keynes'a oraz F.A. von Hayek'a w możliwie przejrzysty sposób, wskazać różnice

---

<sup>19</sup> Eichengreen B., *Exorbitant Privilege, The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press, Nowy Jork 2011, s. 45-47.

<sup>20</sup> Ussher L.J., *Global Imbalances and the Key Currency Regime: The Case for a Commodity Reserve Currency*, Review of Political Economy volume 21, No 3., Taylor and Francis Group, Rutledge, London 2009 s. 403-421.

<sup>21</sup> Bilski J., *Pieniądz...*, Op. cit.

między nimi oraz wyjaśnić co z tychże różnic wynika, a także zobrazować niemniej ważną, a ponadto urzeczywistnioną koncepcję waluty kluczowej J.H. Williams'a.

Tabela 1. Zestawienie poglądów F.A. Hayeka i J.M. Keynesa na kwestię waluty globalnej.

Poglądy F.A. Hayek'a	Poglądy J.M.Keynes'a
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Brak jednej waluty światowej denominowanej w złocie.</li> <li>✓ Konkurencja między jednocześnie funkcjonującymi wieloma walutami.</li> <li>✓ Denacjonalizacja pieniądza.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Utworzenie zarządzanej przez władze ponadnarodowe międzynarodowej unii clearingowej, w której jednostką walutową miał zostać wspólny bankor.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Podaż pieniądza powinna być kreowana przez rynek samodzielnie.</li> <li>✓ Rynek funkcjonuje naturalnie, rządy nie administrują pieniądzem w skali krajowej i międzynarodowej.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Unia Clearingowa miałaby kontrolować podaż pieniądza na poziomie ponadnarodowym, jednocześnie pełniłaby rolę podobną do banku centralnego (rolę pożyczkodawcy ostatecznej instancji).</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ System waluty złotej nie stanowi przyszłościowego rozwiązania, a złoto pełni funkcję pieniądza międzynarodowego jedynie ze względu na swoją uniwersalność i powszechną akceptację.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Złoto miałoby pełnić ogromnie ważną funkcję miernika wartości. Miałoby zatem definiować wartość bankora, być składnikiem rezerw i częściowo środkiem płatniczym.</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Wolność walutowa oraz swoboda w wyborze waluty podczas działań transakcyjnych i lokacyjnych.</li> <li>✓ Pieniądz europejski to utopia a ponadnarodowe zarządzanie monetarne nieuchronnie prowadzi do korupcji.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Denominowany w złocie bankor miałby pełnić kluczową rolę w systemie walutowym.</li> <li>✓ Kurs wszystkich walut miałby być wyznaczany w relacji do tej jednostki.</li> </ul>
--	---

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Bilski. J., Pieniądz..., Op. cit., s. 14-16.

Poglądy ekonomiczne Keynesa i Hayeka różniły się niemal wszystkim. Trudno spodziewać się czegoś innego przy austriackim wykształceniu Hayeka, znacząco odbiegającym od keynesizmu. Reprezentują oni dwa bieguny ekonomii, jeśli chodzi o wizję nie tylko roli państwa, ale i powojennych finansów międzynarodowych<sup>22</sup>.

Mimo tego, że żadna z poruszonych wyżej koncepcji nie stała się bazą powstania powojennego systemu walutowego, to koncepcje te nie zostały zapomniane. Ilekroć podejmowano dyskusję na temat reformy międzynarodowego systemu walutowego powracano do omawiania elementów planu Keynesa. Jednym z takich momentów było utworzenie SDR, które swoją charakterystyką niezwykle przypominają keynesistowską koncepcję bankora.

Poglądy J.M Keynesa reprezentowały upadające Imperium Brytyjskie<sup>23</sup>. W jego opinii, skoncentrowanie się wokół elastycznych kursów walutowych oraz nieskrępowanej mobilności kapitału działałoby wbrew globalnym celom, jakimi powinny być pełne zatrudnienie oraz szybki wzrost gospodarczy<sup>24</sup>. Stąd też tzw. Plan Keynesa miał się skupić na uczynieniu kwestii przyszłego systemu walutowego jako narzędzia pomocniczego względem ułatwienia przepływu międzynarodowego kapitału po II wojnie światowej oraz osiągnięciu pełnego zatrudnienia w warunkach „prosperity”<sup>25</sup>. Warto przy tej okazji powiedzieć, że pomysły Keynesa dotyczące budowy międzynarodowej unii clearingowej oraz stworzenia wspólnej waluty – bankora - zostały zawetowane podczas

<sup>22</sup> Tamże, s. 14-16.

<sup>23</sup> Skidelsky R., *Keynes, Globalisation and the Bretton Woods Institutions in the Light of Changing Ideas about Markets*, World Economics, Vol. 6, No. 1, January–March 2005, s. 19-22.

<sup>24</sup> Tamże, s. 17-19.

<sup>25</sup> Boughton J.M., *Why White, Not Keynes ? Inventing the Postwar Monetary System*, IMF Working Paper WP/02/52, IMF 2002, s. 11-14.



konferencji w Bretton Woods przez delegata USA – Harry’ego Dextera White’a<sup>26</sup>. Zwyciężył wówczas amerykański plan stworzenia Międzynarodowego Funduszu Walutowego, który w ograniczonej skali wykorzystał niektóre z propozycji Keynesa dotyczące kontroli kapitału, tak aby zmniejszać nierównowagi w bilansach płatniczych poszczególnych krajów (zbyt wysokie nadwyżki lub deficyty), jednak odtrącił on utworzenie unii clearingowej<sup>27</sup>.

Koncepcja Keynesa w obszarze ładu monetarnego zakładała sztywność systemu monetarnego w skali świata, chociaż w przypadku poszczególnych krajów pozwalała na pewne dostosowania, tym większe, im większa była nierównowaga w bilansie płatniczym. Mechanizm ten głównie miał służyć redukcji nierównowag w handlu międzynarodowym<sup>28</sup>. Z tego punktu widzenia trudno uważać Keynesa za monetarnego nacjonalistę, chociaż krytyka Hayeka miała miejsce na przełomie lat trzydziestych, a od tego czasu poglądy Keynesa odnoszące się do problematyki systemu walutowego uległy zmianie i stały się bardziej istotne<sup>29</sup>.

Poglądy Hayeka również przetrwały do dzisiejszych czasów. Nie tylko upowszechnienie płynnych kursów walutowych tego dowodzi. Austriacki noblista słusznie zakładał, że współistnienie wielu walut, które konkurują ze sobą na rynkach finansowych i są względnie wolne od rządowych interwencji, będzie najlepiej funkcjonującym rozwiązaniem dla gospodarki światowej. Jeśli spojrzymy na działanie dzisiejszych rynków finansowych, to będziemy w stanie wymienić nawet 10 walut, które funkcjonują przy ograniczonej możliwości oddziaływania na nie władz monetarnych. Ich wartość kształtuje się poprzez działanie sił rynkowych, a nie poprzez interwencje władz.

W największym stopniu traktuje o tym praca Hayeka pt. „Denationalization of Money”, w której przedstawia on swoje poglądy na temat pieniądza światowego, omawiając między innymi koncepcję waluty europejskiej, zagadnienia kontroli podaży pieniądza i zapobiegania jego deprecjacji, a także możliwości wprowadzania do obiegu pieniądza prywatnego. Hayek uważa, że waluta międzynarodowa może być lekarstwem

---

<sup>26</sup> Copeland J.E., *The Untold Story of Economic Conflict in the Second Great War: Battle To Bretton Woods, Rhetoric of the Marshall Plan*, George F. Keenan, John Maynard Keynes, etc., The University of Texas, Arlington 2016.

<sup>27</sup> Tamże, s. 95-98.

<sup>28</sup> Keynes J.M., *A Post War Currency Policy*, w: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 25, Oxford University Press, Oksford 1975 s. 21-22.

<sup>29</sup> Solman P., Steil B., *Keynes and Money: A Man Obsessed?*, PBS News Hour, 2013.

na lekkomyślność rządów w zakresie niepohamowanej emisji pieniądza i powodowania tym samym zjawisk inflacyjnych<sup>30</sup>.

Hayek popiera elastyczność systemu monetarnego. Uważa występujące fluktuacje za naturalne, zarówno na rynku wewnętrznym, jak i międzynarodowym. Ponadto sądzi, że „wzrost lub spadek ilości pieniądza znajdującego się w obiegu na danym obszarze geograficznym pełni dokładnie tę samą funkcję, co wzrost lub spadek dochodów pieniężnych poszczególnych ludzi”.

Zdaniem austriackiego ekonomisty, kraj z wyższym wzrostem produkcji powinien więc otrzymywać większą część całkowitego produktu światowego. W związku z tym Hayek broni lokalnych systemów monetarnych, często ograniczonych do poszczególnych krajów. Dla niego, względna dystrybucja lokalna pieniądza, stanowi konieczny warunek zmian w dystrybucji produktu światowego<sup>31</sup>.

Hayek sprzeciwia się rozwojowi doktryny, która, w jego opinii, może zadać śmiertelny cios odbudowie międzynarodowych stosunków gospodarczych. Krytykuje zatem zwolenników tzw. nacjonalizmu monetarnego (czyli interwencjom ze strony państwa), odpowiedzialnych, jego zdaniem, za nasilenie się kryzysów gospodarczych, powodowanych upadkiem kolejnych systemów walutowych. Przy byciu zwolennikiem krajowych walut, uważa on, że należy utrzymać zmodyfikowany system standardu złota, mogący podtrzymać chwiejną stabilność międzynarodowego systemu walutowego.

Austriacki ekonomista wysuwa również argumenty przeciwko systemowi niezależnych walut krajowych, argumentując, iż jest to przeciwieństwo międzynarodowego systemu monetarnego. Tak zwany nacjonalizm monetarny to jego zdaniem doktryna, w której udział dowolnego kraju w światowej podaży pieniądza nie wynika z tych samych reguł, które wynikają z udziału pewnych regionów danego kraju w gospodarce wewnętrznej. Dodaje ponadto, iż prawdziwym międzynarodowym systemem monetarnym mógłby być taki, który byłby oparty na homogenicznej walucie, tj. takiej walucie, która mimo odrębnych nazw w poszczególnych krajach byłaby wyprodukowana z tego samego surowca.

---

<sup>30</sup> Hayek F.A., *Denationalisation and Money. An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, Institute of Economic Affairs, London 1976, s. 25-28.

<sup>31</sup> Hayek F.A., *Pieniądz i kryzysy*, Dzieła wybrane, Tom 1, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2014, s. 231-232.

Hayek nie widzi zbyt wielu powodów, aby uznać ów nacjonalizm monetarny za racjonalny. W obliczu braku nadziei na ponowne urzeczywistnienie pełnego standardu złota, widzi szansę w tzw. systemie rezerwy krajowej (systemie mieszanym), którego cechą jest to, że „każda jednostka pieniądza znajdującego się w obiegu w jednym kraju może być równie dobrze użyta jako środek płatniczy w innym państwie i w tym celu fizycznie do niego przeniesiona, a następnie przekształcona w miejscową walutę”. Mogłoby to zmniejszyć problemy związane z funkcjonowaniem standardu złota, który jako system był w rzeczywistości odległy od ideału<sup>32</sup>.

Analiza Hayeka koncentruje się w szczególności na sytuacji, gdy kursy wymiany dwóch walut są zmienne, czyli podlegają wahaniom. System elastycznych kursów nie jest jednak postrzegany przez niego jako lekarstwo na problemy wymiany pieniądza w skali międzynarodowej. Pozostaje zwolennikiem, jak to ujmuje, hybrydowego systemu „mieszanego”, który jest wariantem złotego standardu do czasów międzywojennych przed Wielkim Kryzysem, aczkolwiek nadmienia, że traktuje ten wybór jako „zło konieczne”<sup>33</sup>.

Pozostaje jeszcze pytanie, dlaczego zamiast ulegać „nacjonalizacji” zarządzania walutą, należy stosować standardy międzynarodowe? Podstawowy problem, który Hayek porusza w związku z tym zagadnieniem, związany jest z nadużyciami, jakich dokonują rządy i krajowe banki centralne w zakresie zarówno mniej kontrolowalnych procesów aprecjacji i deprecjacji, jak przede wszystkim pokusy i skłonności rządów do stosowania dewaluacji jako narzędzia wzmacniania konkurencyjności jednego kraju kosztem pozostałych, a także spirali decyzji prowadzących do kolejnych dewaluacji w wielu krajach, powodujących rozregulowanie międzynarodowych przepływów finansowych. Narodowe zarządzanie walutą winno być wg niego wyjątkową sytuacją stosowaną w okolicznościach wojennych<sup>34</sup>.

Omówione powyżej stanowisko Hayeka dotyczące „narodowego” zarządzania walutą i przepływami finansowymi stanowi główny przedmiot polemiki, toczonej pomiędzy Hayekiem a Keynesem, jako zwolennikiem wielości walut i systemów monetarnych, pragnącym jednocześnie pewnej formy integracji walutowej. W

---

<sup>32</sup> Tamże, s. 273-278.

<sup>33</sup> Tamże, s. 282.

<sup>34</sup> Tamże, s. 327-328.

kontekście wcześniej przytoczonych faktów, Keynes może uchodzić za jednego z praojców europejskiej unii walutowej oraz potencjalnego prekursora światowej unii walutowej, która powstałaby, gdyby każdy kraj, oprócz własnej waluty, mógł posługiwać się pieniądzem światowym, który zostałby oparty na Specjalnych Prawach Ciągnięcia.

Aby nadać powyższej dyskusji prawdziwie pełny charakter, chciałabym zobrazować niemniej ważną, a ponadto urzeczywistnioną koncepcję waluty kluczowej J.H. Williams'a<sup>35</sup>. Lata czterdzieste XX wieku przepełnione były wizją, w której Stany Zjednoczone miały zdominować światową gospodarkę w nadchodzących dziesięcioleciach. Powstała zatem konieczność utworzenia opartego na dolarze amerykańskim hierarchicznego międzynarodowego systemu walutowego. Koncepcja key currency to nic innego jak definicja ówczesnej sytuacji na rynkach finansowych.

W 1943 roku J.H. Williams zaproponował, aby zastąpić złoto i funta szterlinga walutą kluczową i powojenny system walutowy oprzeć na dolarze, który miałby pełnić funkcję takiej waluty<sup>36</sup>. We współczesnej literaturze fachowej można znaleźć kilka warunków, jakie musi spełniać gospodarka, która miałaby emitować walutę kluczową.

Rynek finansowy takiego państwa musi charakteryzować się dużą płynnością, liberalizacją, a jego rozmiar powinien być znaczący. Kraj ten musi zajmować dominujące miejsce w gospodarce światowej. Wartość waluty pretendującej do roli waluty kluczowej musi być stabilna w czasie oraz akceptowana powszechnie. Ostatni warunek dotyczy popytu na płynność międzynarodową oraz rezerwy. Gospodarka takiego kraju musi być na tyle wydolna, żeby taką płynność zapewnić. Podaż pieniądza światowego musi spełniać oczekiwania związanego z nim popytu. Niestety ówczesnie jedynym krajem spełniającym powyższe warunki były Stany Zjednoczone, co w wyścigu o miano key currency stawiało dolara na bezkonkurencyjnej pozycji.

Mimo tego, że key currency z punktu widzenia inwestycji i rozliczeń międzynarodowych jest rozwiązaniem praktycznym i dobrym, to niestety nie jest to rozwiązanie niezawodne, czego nie dało się nie zauważyć podczas ostatniego kryzysu finansowego w USA. Chciałabym jednak na moment powrócić do zalet tego rozwiązania. Upowszechnienie koncepcji key currency doprowadziło do ujednoczenia standardów

---

<sup>35</sup> James H., *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods, Chapter 6*, Oxford University Press, Oxford 1996, s. 155.

<sup>36</sup> Ussher L.J., *Global...*, Op. cit., s. 408.

monetarnych finansów międzynarodowych, a transakcje międzynarodowe zyskały na przejrzystości.

### **1.2.2. Warunki kreacji pieniądza międzynarodowego**

Przeobrażenia ostatnich dekad, jakie można było obserwować na rynkach międzynarodowych tożsame są z wykształcaniem się opartego na dolarze i euro, dwubiegunowego systemu walutowego. Okresy, w których finanse międzynarodowe opierały się o więcej niż jedną walutę narodową miały już miejsce w historii gospodarczej świata. Mowa tu np. o okresie, w którym funkcjonowanie funta szterlinga pokrywało się z istniejącym wówczas systemem waluty złotej, a dolar amerykański powoli wchodził w rolę pieniądza międzynarodowego i stawał się coraz bardziej użyteczny zarówno w sferze oficjalnej jak i prywatnej. W latach pięćdziesiątych XX wieku rezerwy dewizowe świata w dolarach były niższe niż w funtach, które pełniły nie tylko funkcję rezerwową, ale także funkcję fakturowania handlu światowego. Wynosiły one 7,5 mld SDR w sytuacji, gdy w tym samym czasie rezerwy w funtach wynosiły 7,6 mld SDR. Nie da się zatem nie zauważyć bilateralnego charakteru ówczesnego rynku finansowego. Dopiero w latach sześćdziesiątych XX wieku rola dolara jako waluty rezerwowej znacznie wzrosła. Można zatem zaobserwować, że w historii gospodarczej świata występował okres, w którym przez niemal czterdzieści lat funkcję pieniądza światowego pełniły dwie waluty. Oprócz złota był to funt szterling oraz dolar amerykański<sup>37</sup>.

Po II wojnie światowej dolar stanowił symbol pieniądza o znaczeniu międzynarodowym. Jego rola stopniowo umacniała się na międzynarodowym rynku walutowym, jednak powszechna globalizacja oraz liberalizacja przepływów finansowych, a także proces odbudowy gospodarek krajów europejskich i proces rozwoju państw azjatyckich spowodowały, że na arenie rozliczeń międzynarodowych pojawiały się także inne waluty. Dolar nie występował już jako jedyna waluta przepływów kapitałowych. Od lat osiemdziesiątych XX wieku jego pozycja była w niewielkim stopniu zagrożona poprzez takie waluty jak marka niemiecka czy japoński jen. W 1999 roku kraje należące do Unii Europejskiej utworzyły zupełnie nową walutę, a co za tym idzie powstała strefa euro. W pierwszym roku istnienia nowej waluty Unii Europejskiej rozliczono za jej pomocą transakcje o wartości na poziomie sześciu tysięcy miliardów

---

<sup>37</sup> Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, Kierunki Ewolucji, PWE, Warszawa 2006, s. 242.

dolarów. Wraz z utworzeniem i wprowadzeniem do obrotu euro powstał drugi największy obszar gospodarczy na świecie<sup>38</sup>.

Dzisiejszy kształt systemu walutowego przybiera coraz bardziej formę bipolarną oraz opiera się nie tylko na dolarze amerykańskim, lecz również na walucie Unii Europejskiej, euro, chociaż inne waluty mają również swoje znaczenie. Choć historia euro w finansach światowych jest stosunkowo krótka, to waluta ta funkcjonuje w pełnym zakresie, we wszystkich rolach jakie przypisuje się pieniądzu międzynarodowemu.

Możliwość kreacji pieniądza międzynarodowego jest uwarunkowana polityką ekonomiczną kraju emitenta, a także czynnikami strukturalnymi. Głównymi czynnikami decydującymi o międzynarodowym statusie danej waluty są wielkość handlu, produkcji, bilans płatniczy, obrany reżim kursowy, a także wielkość rynku finansowego kraju emitenta. Możliwości używania określonej waluty poprzez podmioty z innych krajów do rozliczania handlu i fakturowania są wprost proporcjonalnie związane z udziałem państwa emitującego tę walutę w produkcji światowej i handlu międzynarodowym. Zależność ta jest jednokierunkowa, zatem im udział kraju emitenta w międzynarodowym rynku finansowym jest większy, tym rysują się większe możliwości stosowania danej waluty jako waluty inwestycyjnej, waluty odniesienia, a przede wszystkim do wykorzystania jej funkcji rezerwowych i interwencyjnych<sup>39</sup>.

Zazwyczaj status emitenta waluty międzynarodowej przypada krajom, których pozycja w gospodarce światowej jest ustabilizowana i silna. Są to kraje, których wkład w światową sumę PKB jest znaczący, a udział w wymianie międzynarodowej klasyfikuje się jako wysoki. Oznacza to, że wartość transakcji handlowych dokonywanych przez taki kraj jest relatywnie duża, w stosunku do udziału innych krajów. Rynek finansowy kraju pretendującego do roli emitenta waluty międzynarodowej musi być efektywny, rozwinięty i przede wszystkim płynny. Taki rynek powinien cechować się dużą ilością transakcji, różnorodnością stosowanych instrumentów finansowych, nienagannie funkcjonującą, rozwiniętą infrastrukturą instytucjonalną oraz powinien być dostępny w

---

<sup>38</sup> Nowicka B.K., *Międzynarodowa rola euro III*, DISE, NBP, Warszawa 2011.

<sup>39</sup> De Grauwe P., *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford 2009, s. 257-260.

swojej użyteczności nie tylko dla oczywistych użytkowników krajowych, ale również dla obywateli z poza regionu<sup>40</sup>.

Nie wszystkie kraje spełniające powyższe warunki mogą ubiegać się o status emitenta waluty międzynarodowej, gdyż nie tylko państwo, ale także sama waluta musi spełniać określone kryteria. Podstawowym i najważniejszym z nich jest pełna wymienialność. Oznacza to, iż kraj emitujący musi stosować płynny reżim kursowy, gdzie wartość waluty kształtuje się poprzez podaż i popyt rynku walutowego. Oprócz tego, podaż waluty powinna być odpowiednia dla potrzeb rynku międzynarodowego, a waluta powinna cechować się stabilną wartością w czasie.

Innym, mniej istotnym czynnikiem wpływającym na wartość danej waluty, jako pretendenta do funkcji pieniądza międzynarodowego, jest efekt sieci zewnętrznych<sup>41</sup>. Efekt ten powstaje gdy prawdopodobieństwo dalszego stosowania danej waluty ze względu na niższe koszty transakcyjne i większą płynność rynku wzrasta z powodu występowania jej w obrocie międzynarodowym relatywnie częściej, niż innych konkurencyjnych walut.

O tym, czy dana waluta pełni funkcję pieniądza międzynarodowego decydują też m.in bardziej prozaiczne kryteria, takie jak przyzwyczajenie do jej stosowania, nawet w sytuacji gdy obiektywne i bardziej istotne czynniki o tym decydujące już nie występują.

### **1.3. Funkcje waluty międzynarodowej oraz jej formy**

#### **1.3.1. Funkcje waluty międzynarodowej**

Badanie procesów dotyczących historii gospodarczej świata pozwala na zrozumienie istoty funkcjonowania dzisiejszych finansów międzynarodowych. Współczesne finanse międzynarodowe zawdzięczają swój kształt dwóm łatwym do zaobserwowania procesom. Procesy te, to transformacja systemu od pieniądza substancjonalnego do fiducyjnego oraz jednoczesne wytworzenie pieniądza uniwersalnego<sup>42</sup>. Choć wstępnie poruszałam już przebieg tej przemiany wcześniej, chciałabym wrócić do tego tematu po

---

<sup>40</sup> Genberg H., *Currency Internationalisation: Analytical and Policy Issues*, Working Paper, no. 31, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong 2009. s. 221-23.

<sup>41</sup> Pszczółka I., *Współczesne waluty międzynarodowe*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 23.

<sup>42</sup> Grzybek D., *Rosnąca współzależność Geneza rządzenia światowego*, Instytut Spraw Publicznych UJ, Kraków 2019, s. 52.

to, aby bardziej zagłębić się w oddziaływanie historii pieniądza na to jakie funkcje pełni dziś.

Historia wymiany dóbr sięga niemal początków istnienia naszej cywilizacji. Naturalnie dawniej nie używano pieniędzy w takim kształcie, jaki obserwujemy dzisiaj. Towary wymieniano na zasadzie barteru. Ze względu na brak jednolitej miary wartości towarów, transakcje tego typu często powodowały trudności w rozliczeniach, a także powszechne uczucie niesprawiedliwości. W odpowiedzi na potrzebę ujednoczenia rozliczeń rozpoczęto poszukiwania wymiernego środka wymiany. Niebawem obrót towarami został sformalizowany, a pojęcie pieniądza upowszechnione. Nie od razu jednak przyjął on dzisiaj znaną nam formę. Rolę pieniądza pełniły skóry, sól, zboże i inne łatwo policzalne, trwałe, jednorodne i rzadko występujące rzeczy<sup>43</sup>. Mimo tego, że powołany pieniądz nie uzyskał jeszcze jednolitego kształtu, to rozpowszechnianie go znacznie poprawiło jakość procesów produkcji oraz wymiany. Procesy przebiegające w gospodarce światowej racjonalizowały się. Płynne aktywa dostarczane do finansowania wymiany handlowej, przepływu kapitału oraz stabilizacji walutowej pełniły ważną rolę w handlu zagranicznym. Niezależnie od tego, jaka dokładnie rzecz w danym obszarze i czasie nosiła miano pieniądza, spełniała następujące funkcje: była miernikiem wartości, środkiem tezauryzacji i wymiany<sup>44</sup>.

Dzięki temu, że pieniądz pełni funkcję miernika wartości, powstaje możliwość porównywania ze sobą dóbr charakteryzujących się odmiennymi funkcjami i cechami. Wg Karola Marksa nie jest konieczne, aby podczas transakcji wymiany pieniądz istniał w konkretnej postaci. Występuje on tu w sposób tzw. idealny, czyli jako denominator wartości wymienianych dóbr<sup>45</sup>.

W gospodarce barterowej występuje wysoki koszt transakcyjny. Stosowanie pieniądza jako środka wymiany prowadzi do znacznego zwiększenia efektywności gospodarki. Pieniądz w postaci czeków, weksli czy gotówki wykorzystywany jest zarówno w gospodarce lokalnej jak i światowej w celu zapłaty za towary i usługi.

---

<sup>43</sup> Kaczmarek T.T., *Nietypowe transakcje w praktyce handlu międzynarodowego*, Difin, Warszawa 2006, s. 13.

<sup>44</sup> Drabowski E., *Pieniądz międzynarodowy*, wydanie II, PWN, Warszawa 1988, s. 9.

<sup>45</sup> Marks K., *Kapitał - Krytyka ekonomii politycznej*, Tom I, Księga I, Książka i Wiedza, Warszawa 1951, s. 114-121.



Z połączenia dwóch powyżej opisanych funkcji pieniądza wynika swoista hybryda, a mianowicie funkcja tezauryzacji. Dzięki temu, że pieniądz jest dobrem rzadkim, a jednocześnie zachowuje dużą płynność, stanowi narzędzie do przechowywania siły nabywczej. Jest uniwersalny. Oznacza to, iż w okresie pomiędzy otrzymaniem, a wydaniem dochodu istnieje możliwość zachowania jego siły nabywczej, niestety możliwość tę skutecznie niweluje inflacja. Dlatego też warto sięgać po substytucyjne narzędzia tezauryzacji takie jak aktywa, obligacje, akcje, nieruchomości czy dzieła sztuki, gdyż istnieje duże prawdopodobieństwo, że ich ceny będą reagowały na inflację z opóźnieniem.

Powszechnie wyróżnia się trzy funkcje, jakie waluta musi realizować, aby pełnić rolę pieniądza międzynarodowego<sup>46</sup>. Istotne jest zaznaczyć, że funkcje te powinna pełnić równocześnie zarówno w strefie oficjalnej, jak i prywatnej<sup>47</sup>. W sferze oficjalnej walutę tą wykorzystuje się w polityce pieniężnej i kursowej (monetarnej) jako walutę interwencyjną, rezerwową i referencyjną państw trzecich. Wykorzystanie waluty międzynarodowej w sferze prywatnej, równoznaczne jest z zastosowaniem jej jako waluty inwestycyjnej, przejścia lub fakturowania<sup>48</sup>.

Fakt, iż dana waluta krajowa zyskała miano waluty międzynarodowej, nie oznacza, że faktycznie uzyskała ona taki status. Miano to obrazuje obszar jej wykorzystywania zarówno przez prywatną jak i oficjalną sferę rynku światowego<sup>49</sup>.

Tabela 2. Funkcje pieniądza międzynarodowego.

FUNKCJA	OBSZAR OFICJALNY	OBSZAR PRYWATNY
I MIERNIK WARTOŚCI	Waluta referencyjna (denominator w systemie kursów walutowych).	Waluta kwotowania cen i fakturowania handlu.

<sup>46</sup> Cohen, B.J., *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan, London 1971 s. 31-34.

<sup>47</sup> W skład funkcji należących do strefy oficjalnej należą funkcje wynikające z działań podejmowanych przez krajowe i międzynarodowe władze monetarne w celu organizacji systemu walutowego. Strefa prywatna natomiast, dotyczy podmiotowej struktury poszczególnych segmentów międzynarodowego rynku finansowego.

<sup>48</sup> Kenen P.B., *The Role of the dollar as an international currency*, Group of Thirty, Occasional Papers, Nowy York 1983 s. 16.

<sup>49</sup> Markiewicz M., *Internacjonalizacja juana chińskiego w kontekście kryzysu finansowego*, Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica, Łódź 2012 s. 213.

II ŚRODEK PŁATNICZY	Waluta interwencyjna.	Waluta płatności, tzw. waluta przejścia (dot. rynku dewizowego).
III ŚRODEK AKUMULACJI/TEZAURYZACJI	Waluta rezerwowa.	Waluta inwestycyjna (składnik płynności międzynarodowej).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kenen, 1983, s. 16.

#### Ad. I

W obszarze transakcji oficjalnych, pieniądź światowy pełni rolę w ustalaniu kursów. Jest walutą odniesienia (referencyjną) w stosunku do walut lokalnych.

W sferze prywatnej waluta międzynarodowa pełni funkcję miernika wartości głównie poprzez wycenę towarów i usług w handlu światowym. Wykorzystuje się ją podczas wyceny instrumentów finansowych takich jak akcje, obligacje czy kredyty. Służy także jako waluta fakturowania.

#### Ad. II

Pieniądź światowy występuje jako waluta interwencyjna w obszarze oficjalnym, podczas, gdy aby utrzymać pożądaną poziom kursu waluty krajowej, władza monetarna dokonuje interwencji na rynku finansowym. Pieniądź światowy jest także wykorzystywany w funkcji środka płatniczego podczas dążenia do równowagi w bilansie płatniczym.

Pojęcie waluty transakcyjnej lub waluty płynności, jest używane w stosunku do waluty stosowanej podczas zapłaty za towary i usługi lub służącej do spłaty zobowiązań finansowych. Dzięki istnieniu waluty płynności istnieje możliwość wymiany na rynku walutowym waluty mało płynnej, na bardziej płynną, co niesamowicie ułatwia przeprowadzanie różnego rodzaju transakcji. Pieniądź światowy występuje tu także w charakterze waluty przejścia. Sfera prywatna korzysta z pieniądza światowego jako środka płatniczego w celu przeprowadzania transakcji finansowych oraz handlowych. Pozwala on standaryzować ich wartość i ułatwia poruszanie się na rynku finansowym.

### Ad. III

W sferze oficjalnej pieniądź światowy używany jest jako waluta rezerwowa. Dla władz monetarnych pełni funkcję środka akumulacji rezerw walutowych (należności zagranicznych).

W obszarze transakcji prywatnych pieniądź światowy pełni funkcję środka akumulacji oraz waluty inwestycyjnej. Podmioty prywatne i publiczne przechowują swoje oszczędności (zasoby finansowe) w walucie światowej.

#### **1.3.2. Dominacja dolara amerykańskiego w finansach międzynarodowych**

Na przestrzeni lat istota działania walut międzynarodowych opierająca się na pełnieniu funkcji miernika wartości, środka płatniczego oraz środka tezauryzacji i akumulacji kapitału pozostała niezmienna.

Złoto, srebro, miedź i mosiądz to surowce, z których powszechnie tworzono metalowe monety. Wśród nich największą rolę w historii gospodarki światowej odegrało złoto. Metal ten przechowywany w sztabkach i sejfach był podstawą wartości zarówno metalowych monet, jak i mniej ważnych papierowych banknotów. Papierowe banknoty stanowiły umowny zamiennik złota i wraz z metalowymi (srebrnymi, mosiężnymi, miedzianymi) monetami były środkiem płatniczym właściwym w większości transakcji, natomiast nie były miernikiem wartości, którym pozostawało złoto. Ta użyteczna „fikcja” utrzymała się, aż do II wojny światowej.

Pierwsze zmiany związane z dominacją dolara amerykańskiego przechodził funt brytyjski. Zmiany te rozpoczęły się w XIX wieku lecz prawdziwego tempa nabrały w dwudziestoleciu międzywojennym, kiedy to ostatecznie funt brytyjski utracił swoje znaczenie na rynku walutowym i finansowym na rzecz dolara amerykańskiego.

Dolar amerykański pełni w dzisiejszych czasach funkcje pieniądza globalnego. Pokazuje to poniższa tabela, obrazująca dynamiczny przyrost ilości dolarów zarówno na terenie Stanów Zjednoczonych, jak i za granicą.

Tabela 3. Obieg dolara amerykańskiego za granicą Stanów Zjednoczonych i ogółem, w mld USD.

Lata	Dolary amerykańskie w dyspozycji zagranicy (na koniec roku)	Dolary ogółem w obiegu (na koniec roku)
------	--	--

1973	7743	61929
1974	8729	68188
1975	9929	74138
1976	11250	80967
1977	12701	89043
1978	14940	97963
1979	16642	106882
1980	19415	117379
1981	20974	124641
1982	23441	134805
1983	27546	148604
1984	29942	158449
1985	33258	170094
1986	35679	182852
1987	39545	199128
1988	43656	214646
1989	47405	224997
1990	63991	249041
1991	76804	269540
1992	87890	294540
1993	104508	324343
1994	125093	357589
1995	133933	376272
1996	148048	398047
1997	170509	428954
1998	184356	464261
1999	208763	522071
2000	205406	535565

2001	229200	585229
2002	248061	630267
2003	258652	666670
2004	271953	702385
2005	280400	728924
2006	282627	754548
2007	271952	763758
2008	b.d.	792200
2009	b.d.	853200
2010	b.d.	888300
2010	b.d.	942000
2011	b.d.	1034500
2012	b.d.	1127100
2013	b.d.	1198300
2014	b.d.	1299100
2015	b.d.	1380000
2016	b.d.	1463400
2017	b.d.	1571100
2018	b.d.	1671900
2019	b.d.	1759800
2020	b.d.	2040700

Źródła: 1. US International Accounts, Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce, <https://www.bea.gov/data/intl-trade-investment/international-transactions>, (dostęp 15.04.2022).

2. Bilski J., Dolaryzacja w gospodarce światowej – przyczyny, rodzaje, Uniw. Ekon. w Poznaniu, Zeszyty Naukowe 2011 (179), s. 21.

3. Currency and Coin Services, Currency in Circulation: Value, Board of Governors of the Federal Reserve System, [https://www.federalreserve.gov/paymentsystems/coin\\_currircvalue.htm](https://www.federalreserve.gov/paymentsystems/coin_currircvalue.htm) (dane odnośnie dolarów w obiegu ogółem po 2008 roku), (dostęp 15.04.2022).

Jak widać w powyższej tabeli tempo wzrostu ilości dolarów amerykańskich w obiegu wraz z biegiem lat było coraz większe, co świadczy o ciągłym umacnianiu się ich roli w finansach międzynarodowych<sup>50</sup>.

Przed wprowadzeniem euro, bardzo ważną rolę w gospodarce europejskiej i w tutejszej wymianie walutowej odgrywała marka niemiecka i frank francuski. Sytuację tą dobrze obrazuje poniższa tabela, gdzie zaprezentowano obroty instrumentów walutowych powiązanych z najważniejszymi walutami świata (waluty europejskie są u dołu tabeli, ponieważ wychodziły one z użycia, przygotowując się na zastąpienie ich przez euro).

Tabela 4. Pozagięldowy obrót instrumentami związanymi z walutami zagranicznymi, 1989-1998, w mld USD.

<b>Nazwa waluty i jej symbol</b>	<b>Rok 1989</b>	<b>Rok 1992</b>	<b>Rok 1995</b>	<b>Rok 1998</b>
Dolar amerykański, USD	485	668	981	1325
Jen japoński, JPY	151	190	291	332
Funt brytyjski, GBP	78	112	110	168
Dolar australijski, AUD	13	20	31	46
Dolar kanadyjski, CAD	8	27	40	54
Frank szwajcarski, CHF	52	69	85	108
Juan chiński, CNY	b.d.	b.d.	b.d.	0
Dolar hongkoński, HKD	5	8	13	15
Dolar nowozelandzki, NZD	b.d.	2	3	3
Korona szwedzka, SEK	6	9	7	5
Koreański won, KRW	b.d.	b.d.	b.d.	2
Dolar singapurski, SGD	2	2	5	17

<sup>50</sup> Eichengreen B., *Exorbitant...*, Op. cit., s. 63-66.

Korona norweska, NOK	1	2	3	4
Meksykańskie peso, MXN	b.d.	b.d.	b.d.	7
Rand południowoafrykański, ZAR	b.d.	2	4	6
Turecka lira, TRY	b.d.	b.d.	b.d.	0
Brazylijski Real, BRL	b.d.	b.d.	b.d.	3
Indyjska rupia, INR	b.d.	b.d.	b.d.	1
Rubel rosyjski, RUB	b.d.	b.d.	b.d.	5
Tajwański dolar, TWD	b.d.	b.d.	b.d.	2
Korona duńska, DKK	3	4	6	4
Polski złoty, PLN	b.d.	b.d.	b.d.	1
Tajski baht, THB	b.d.	b.d.	b.d.	2
Indonezyjska rupia, IDR	b.d.	b.d.	b.d.	1
Węgierski forint, HUF	b.d.	b.d.	b.d.	1
Korona czeska, CZK	b.d.	b.d.	b.d.	2
Peso chilijskie, CLP	b.d.	b.d.	b.d.	1
Rial saudyjski, SAR	b.d.	1	b.d.	1
Ringgit malezyjski, MYR	b.d.	b.d.	b.d.	1
Peso argentyńskie, ARS	b.d.	b.d.	b.d.	2
Dinar bahrajski, BHD	0	0	0	0
Marka niemiecka, DEM	141	323	430	465
Frank francuski, FRF	9	32	94	76

Europejska jednostka monetarna (rozliczeniowa) - XEU	5	24	26	21
Lir włoski, ITL	4	10	14	16
Gulden niderlandzki, NLG	6	8	8	14
Peso hiszpańskie, ESP	3	6	9	9
Marka fińska, FIM	1	4	1	2
Frank belgijski, BEF	3	3	7	9
Szyling austriacki, ATS	b.d.	1	3	2
Portugalskie escudo, PTE	b.d.	1	1	2
Frank luksemburski, LUF	b.d.	0	1	1
Inne	103	108	189	314
<b>Suma</b>	<b>539</b>	<b>817</b>	<b>1182</b>	<b>1527</b>

Źródło: Turnover of OTC foreign exchange instruments, by currency, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.3>, (dostęp 15.04.2022).

W przedstawionej tabeli wyniki nie sumują się do 100%, ponieważ transakcje walutowe zakładają wymianę jednej waluty na drugą. Chciałabym w tym miejscu porównać znaczenie najważniejszej waluty europejskiej przed nastaniem euro tj. marki niemieckiej z dominującym na świecie dolarem amerykańskim.

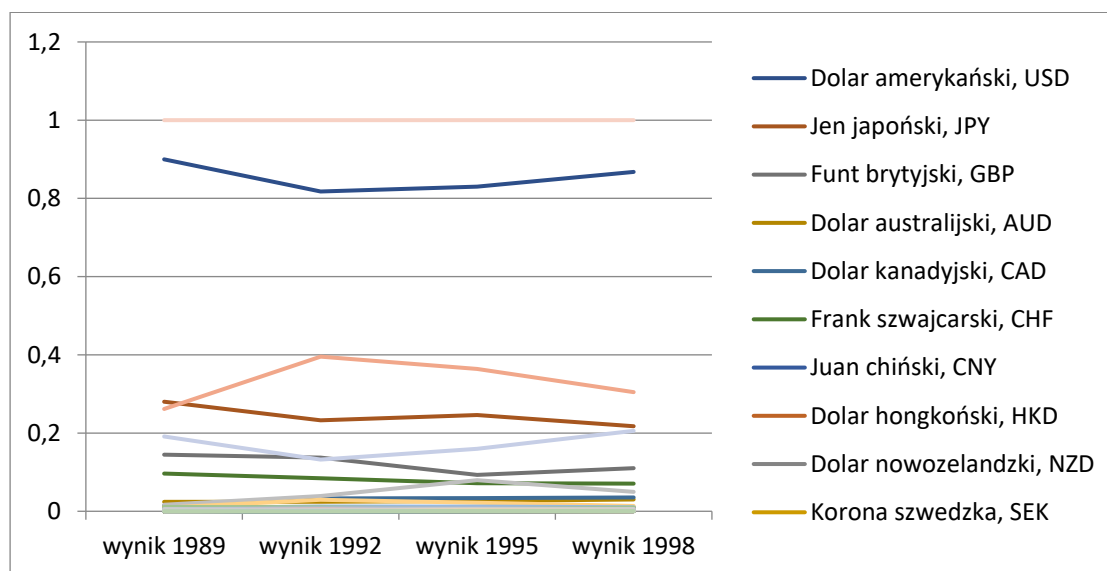
W 1989 roku obroty dolara amerykańskiego osiągnęły wysokość 485 mld dolarów, natomiast w przypadku marki niemieckiej było to 141 mld dolarów, czyli około 1/3 wartości charakterystycznej dla transakcji z udziałem dolara amerykańskiego. W 1995 roku transakcje z udziałem marki niemieckiej wzrosły nawet do 50% udziału, czyli wartości typowej dla dolara (323 mld : 668 mld, wyrażonych w USD). Następnie wraz z osłabieniem się marki względem dolara, udział ten spadł znowu do 1/3.

Uzupełnieniem powyższej tabeli jest wykres, na którym przedstawiono udziały poszczególnych walut w transakcjach pozagiełdowych na całym świecie. Warto zwrócić



uwagę, że nie sumują się one do 1 (do 100%), bo w przypadku każdej transakcji walutowej stroną są zawsze dwie waluty, wobec czego całkowita wynosi 200%.

Wykres 2. Udziały wybranych walut w transakcjach pozagiełdowych w latach 1989-1998.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Tabeli 4.

Wykres pokazuje, że 80-90% pozagiełdowych transakcji walutowych w skali świata, w latach 1989-1998 odbywało się z udziałem dolara amerykańskiego jako jednej ze stron takich transakcji. Dolar w ówczesnym czasie pełnił rolę kluczową w światowym systemie monetarnym i miał pozycję niemal monopolistyczną w światowym systemie gospodarczym.

W celu zobrazowania dalszej ewolucji światowego systemu walutowego i udziałów poszczególnych walut, w tym nowej wtedy waluty – euro, do danych z lat 1989-1998 dołączam także dane późniejsze z lat 2001-2019. Dane zostały zaprezentowane w poniższej tabeli.

Tabela 5. Pozagiełdowy obrót transakcyjny w walutach obcych, lata 2001-2019, w mld USD.

Nazwa waluty i jej symbol	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
Dolar amerykański, USD	1114	1702	2845	3371	4662	4437	5824

Euro, EUR	470	724	1231	1551	1790	1590	2129
Jen japoński, JPY	292	403	573	754	1235	1096	1108
Funt brytyjski, GBP	162	319	494	512	633	649	844
Dolar australijski, AUD	54	116	220	301	463	349	447
Dolar kanadyjski, CAD	56	81	143	210	244	260	332
Frank szwajcarski, CHF	74	117	227	250	276	243	327
Juan chiński, CNY	0	2	15	34	120	202	285
Dolar Hong Kongu, HKD	28	34	90	94	77	88	233
Dolar nowozelandzki, NZD	7	21	63	63	105	104	137
Korona szwedzka, SEK	31	42	90	87	94	112	134
Won koreański, KRW	10	22	38	60	64	84	132
Dolar singapurski, SGD	13	18	39	56	75	91	119
Korona norweska, NOK	18	27	70	52	77	85	119
Peso meksykańskie, MXN	10	21	44	50	135	97	114
Rand południowoafrykański, ZAR	12	14	30	29	60	49	72
Turecka lira, TRY	0	2	6	29	71	73	71
Real brazylijski, BRL	6	5	13	27	59	51	71
Rupia indyjska, INR	3	6	24	38	53	58	114
Rubel rosyjski, RUB	4	12	25	36	86	58	72
Dolar tajwański, TWD	3	8	12	19	24	32	60
Korona duńska, DKK	15	17	28	23	42	42	42
Polski złoty, PLN	6	7	25	32	38	35	41

Tajski baht, THB	2	4	6	8	17	18	32
Rupia indonezyjska, IDR	1	2	4	6	9	10	27
Forint węgierski, HUF	0	4	9	17	23	15	27
Korona czeska, CZK	2	3	7	8	19	14	26
Izraelski Szekel, ILS	1	2	5	6	10	14	20
Chilijskie peso, CLP	2	2	4	7	16	12	17
Filipińskie peso, PHP	1	1	4	7	8	7	19
Dirham Zjednoczonych Emiratów Arabskich, AED	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	14
Kolumbijskie peso, COP	1	1	2	4	6	8	12
Rial saudyjski, SAR	1	1	2	3	5	15	12
Ringgit malezyjski, MYR	1	1	4	11	21	18	9
Rumuński lej, RON	b.d.	b.d.	2	3	7	5	6
Peruwiański sol, PEN	0	0	1	1	3	4	5
Argentyńskie peso, ARS	b.d.	1	1	2	1	1	4
Dinar bahrajski, BHD	0	0	0	0	0	0	2
Lew bułgarski, BGN	b.d.	b.d.	0	1	1	1	2
Inne	81	127	253	184	83	103	129
<b>Suma</b>	<b>1239</b>	<b>1934</b>	<b>3324</b>	<b>3973</b>	<b>5357</b>	<b>5066</b>	<b>6595</b>

Źródło: Turnover of OTC foreign exchange instruments, by currency, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.3>, (dostęp 15.04.2022).

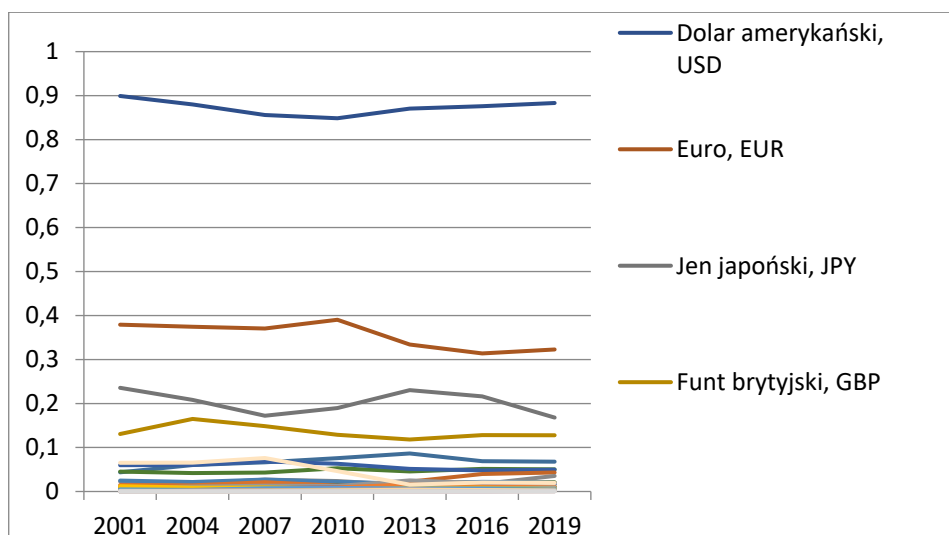
Powyższa tabela ilustruje, że handel wieloma walutami wzrósł na tyle znacząco, że jego wartość nie była bliska zeru, w związku z czym mogła być tu wyrażona w postaci liczbowej. Wskazuje to na występowanie postępującej globalizacji finansowej, w której

swój udział miały już nie tylko kluczowe i najbardziej rozwinięte gospodarki, ale coraz więcej gospodarek z mniej rozwiniętych gospodarczo części świata.

Udział kategorii „inne” obejmujących państwa spoza listy spadł z 7-8% do 2-3%. Dotyczy to grupy biednych krajów, położonych przede wszystkim w Afryce. Być może przyczyną spadku jest gwałtowny wzrost znaczenia juana chińskiego (renminbi) w globalnych transakcjach walutowych, który daje szansę na to, by waluta ta stała się walutą o znaczeniu regionalnym i pełniła funkcję waluty przejścia.

W przypadku chińskiego juana widać najbardziej spektakularny wzrost znaczenia w międzynarodowych transakcjach finansowych. Swoją drogę rozpoczął z miejsca daleko za dolarem hongkońskim, po czym po kilkunastu latach wyprzedził go znacznie. Warto zauważyć, że polskiego złotego jest w międzynarodowym obiegu pozagiełdowym 130 razy mniej, niż dolara amerykańskiego (biorąc pod uwagę dane za 2019 rok). Dane dotyczące udziału wybranych krajów w globalnych transakcjach walutowych (pozagiełdowych) zostały zobrazowane na poniższym wykresie.

Wykres 3. Udziały wybranych walut w transakcjach pozagiełdowych w latach 2001-2019.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Tabeli 5.

To, co charakteryzuje współczesny, międzynarodowy rynek walutowy, to zdecydowana i utrzymująca się przewaga dolara amerykańskiego nad innymi walutami, na poziomie 85-90% udziału wartości wszystkich transakcji. W przypadku euro można mówić o pewnej klęsce pod względem światowego znaczenia, ponieważ z poziomu

obecności w 38% transakcji spadł on do około 32%. Spadł także udział jena japońskiego z 23% do 17% transakcji, ale tutaj wytłumaczenie wydaje się dość czytelne. Powodem zaistnienia takiej sytuacji jest wieloletnia stagnacja japońskiej gospodarki oraz przenoszenie się transakcji do Chin kontynentalnych. Stabilny jest natomiast udział funta brytyjskiego – jego udział oscyluje wokół 12-16% wszystkich pozagiełdowych transakcji walutowych.

Warto pochylić się także nad samym zastąpieniem kilku ważnych walut europejskich przez euro. To wydarzenie znacząco wpłynęło na siłę oddziaływania Europy na rynki finansowe. Tym samym Europa zyskała walutę międzynarodową, konkurencyjną wobec dolara amerykańskiego w wielu częściach świata.

Przed rokiem 1999 zdecydowanym liderem Europy, jeśli chodzi o wpływ na transakcje międzynarodowe był dolar amerykański, dopiero na dalszych miejscach znajdowała się marka niemiecka, a następnie inne waluty EWG wchodzące w skład strefy zależności marki niemieckiej wraz z powiązanimi z nią walutami (Belgia, Holandia, Luksemburg, Wielka Brytania, Francja, Włochy, Dania, a także będące poza EWG Szwecja i Austria). Marka pełniła częściowo w europejskim systemie monetarnym funkcje, które pełni klasyczna waluta międzynarodowa, a więc funkcje jednostki rozliczeniowej (kotwica kursów walutowych, waluta fakturowania), funkcje środka płatności (waluta interwencyjna, podtrzymująca płynność oraz waluta przejścia w obiegu prywatnym) a także funkcje rezerwowe (ważny element oficjalnych rezerw poza granicami Niemiec, waluta inwestycyjna)<sup>51</sup>. Marka była walutą regionalną o ważnym znaczeniu, odgrywającą ważną istotną rolę na rynkach walutowych (vehicle currency), aczkolwiek trzeciorzędą.

Stopniowe odchodzenie od marki niemieckiej i podążanie w kierunku ECU, a następnie euro, przebiegało w krajach EWG powoli. Biorąc pod uwagę lata 1974-1979, a więc lata tuż po rozpadzie systemu Bretton Woods, transakcje z udziałem dolara były denominowane w 50% z udziałem dolara amerykańskiego, zaś tylko w 14% w walutach ówczesnej Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej. Podobne relacje istniały również w księgowaniu międzynarodowych transakcji handlowych – 57% transakcji księgowano w dolarach amerykańskich, zaś jedynie w 17% - w walutach państw należących do EWG. Dolar zdecydowanie dominował w polityce interwencyjnej – w 90% kwot, jakie banki

---

<sup>51</sup> Bilski J., Feder-Stempach E., *EMU an Incomplete Project?*, Difin, Warszawa 2015, s. 11.

centralne wydawały na interwencje, stosowano dolary amerykańskie, marka niemiecka była używana w 10%, a pozostałe waluty EWG zaledwie w 7% transakcji. Również w transakcjach prywatnych dolar stanowił wtedy od 68% do 95% transakcji, zaś waluty EWG były obecne w średnio 20% przepływów finansowych tego rodzaju. Także jako waluta rezerwowa, dolar (około 70%) miał przewagę nad marką niemiecką (10%) oraz innymi walutami europejskimi (średnio w tym okresie 10%)<sup>52</sup>.

Założenie Europejskiego Systemu Monetarnego (EMS – European Monetary System) w 1979 roku znacząco wpłynęło na wygląd zachodnioeuropejskiego rynku transakcji walutowych. Jednocześnie oznaczało to koniec systemu opartego na marce niemieckiej. System, złożony z mechanizmu wymiany walutowej (ERM), europejskiej jednostki walutowej (ECU) i systemu udogodnień kredytów wzajemnych (European Credit Facility) wkrótce przyczynił się do zmniejszenia roli dolara amerykańskiego.

W okresie 1979-1999 dolar ograniczał swoją pozycję waluty międzynarodowej w Europie Zachodniej na rzecz nowej jednostki rozliczeniowej, którą stała się ECU. Walutą, w której fakturowano transakcje wciąż pozostawał dolar amerykański z udziałem 56% w 1980 roku oraz 48% w 1992 roku. Było to znacznie mniej niż 80% osiągnięte w pierwszej połowie lat siedemdziesiątych. Spadła również rola dolara jako waluty interwencyjnej, pomagającej stabilizować poziom kursów. Gdy na początku lat siedemdziesiątych było to 100%, to udział ten spadł do 76% w 1980 r., a następnie do średnio 62% pomiędzy 1985 a 1999 rokiem. W tym samym okresie udział ECU wzrósł z 0% do 5-20% w momentach interwencji oraz 13-35% w marginalnych okresach zaburzeń na rynkach finansowych.

W sferze prywatnej wzrosło znaczenie nowej jednostki rozliczeniowej, jaką było ECU. W 1980 roku obejmowała ona 18% wartości transakcji, natomiast w latach dziewięćdziesiątych dawało to 23-25% wartości wszystkich transakcji. W tym samym czasie udział dolara spadł z 70% do 53%. Podobnie stało się w przypadku rezerw krajów zachodnioeuropejskich – udział dolara spadł z 72% do 55% w latach 80. i 90., udział marki niemieckiej utrzymywał się na poziomie 13-15%, zaś ECU na poziomie 10% po czym w II połowie spadł do niemal 0% w wyniku przygotowań do przyjęcia euro<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> Tamże, s. 17.

<sup>53</sup> Tamże, s. 19-21.

Euro wprowadzono jako jednostkę księgowo-rozliczeniową 1 stycznia 1999 roku, a jako walutę występującą w postaci gotówkowej – 1 stycznia 2002 roku. Spowodowało to likwidację kilkunastu europejskich walut i zamianę ich na euro. Euro przyjęły również kraje, które wcześniej jednostronnie przyjęły markę niemiecką tj. Bośnia i Hercegowina, Czarnogóra oraz Kosowo. Euro, w przeciwieństwie do ECU przestało być walutą spełniającą jedynie funkcję miernika wartości i stało się pełnowartościową walutą międzynarodową. Jest niewątpliwie walutą przejścia, jednakże taką, która osiągnęła wyjątkowy sukces na tle poprzedników.

Euro szybko stało się istotną walutą w transakcjach pomiędzy krajami strefy euro, a krajami spoza tego obszaru. W takich transakcjach, w okresie 2000-2012 euro obejmowało wartość 44% z nich, wciąż niewiele mniej niż dolar amerykański, gdzie jego udział wynosił 49%. Wysoką pozycję zbudowało sobie euro również w Afryce, gdzie transakcje z jego udziałem dotyczą 23% transakcji, wciąż natomiast słabą pozycję ma euro w Azji i obu Amerykach.

W prywatnych transakcjach po wprowadzeniu euro w formie wirtualnej i gotówkowej, udział euro w przepływach rejestrowanych w skali świata dosięgł poziomu 18-20% w latach 2001-2012 i zasadniczo nie zmieniał się z roku na rok. W tym samym czasie udział dolara amerykańskiego spadł z 45% do 42%.

Wzrosła również pozycja euro w obszarze pełnienia funkcji rezerwowej. W 2001 roku w walucie tej gromadzono 19% rezerw walutowych, podczas gdy w latach 2009-2012 od 25% do 28%. W tym samym czasie udział dolara zmniejszył się z 72% do 62%. Unia Europejska zdecydowanie zwiększyła swe oddziaływanie powołując do życia własną walutę – euro, która stała się walutą międzynarodową<sup>54</sup>.

Utrzymująca się przez pierwsze dziesięć lat istnienia euro tendencja wzrostowa dotycząca udziału tej waluty w rozliczeniach międzynarodowych zmieniła swój kierunek w reakcji na globalny kryzys finansowy (2007-2009) oraz kryzys zadłużeniowy strefy euro (2010-2012)<sup>55</sup>. Kryzys ten był przyczyną spadku zaufania inwestorów, co poskutkowało zmniejszeniem się zarówno popytu transakcyjnego, jak i inwestycyjnego. Zarówno słabości związane z funkcjonowaniem instytucjonalnym jak i słabości o

---

<sup>54</sup> Tamże, s. 22-24.

<sup>55</sup> Draghi M., *The international role of the euro*, ECB, Frankfurt and Menem 2017, s. 8.

charakterze ekonomicznym dotyczące UGW zostały obnażone<sup>56</sup>. W konsekwencji międzynarodowa rola euro zmniejszyła się<sup>57</sup>.

Niestety takie czynniki, jak zróżnicowany poziom rozwoju gospodarczego państw należących do strefy euro, brak instytucji centralizującej władzę, problemy z przestrzeganiem zasad dyscypliny fiskalnej, wynikające ze złego zarządzania polityką fiskalną, niespełnianie kryteriów obszaru walutowego, brak równowagi płatniczej wewnątrz strefy euro, brak odporności na szoki asymetryczne, wyraźny podział na państwa stanowiące rdzeń oraz kraje peryferyjne, czy niekonwencjonalna polityka pieniężna, doprowadziły do spadku znaczenia euro jako waluty wspólnej na arenie gospodarki światowej. Nietrudno zauważyć, że wszystkie wymienione czynniki dotyczą tego, jak strefa euro jest skonstruowana oraz tego jak funkcjonuje, są to zatem czynniki wewnętrzne<sup>58</sup>.

Czynniki te odgrywają niezwykle ważną rolę ze względu na to, że wcześniej to właśnie drobne sukcesy wewnętrzne były filarem tendencji wzrostowej dotyczącej roli euro na arenie gospodarki światowej. Mimo, iż wpływ czynników wewnętrznych odgrywał ważną rolę, nie bez znaczenia pozostaje wpływ czynników zewnętrznych takich jak m.in. tendencje rozwoju współczesnego systemu walutowego na świecie, co obrazuje wzrost istotności juana w systemie gospodarki światowej czy też podtrzymanie roli dolara amerykańskiego jako hegemonu na międzynarodowym rynku walutowym<sup>59</sup>.

Mimo skali zmian zachodzących w Europie, nie wywołały one większych „przetrasowań” na rynku międzynarodowym. W poniższej tabeli przedstawiona została pozycja walut światowych w obrocie zagranicznymi walutami w kwietniu 1995 roku.

Tabela 6. Pozycja walut światowych w obrocie zagranicznymi walutami w kwietniu 1995 roku.

Waluta	Dolar amerykański	Jen japoński	Marka niemiecka	Frank francuski
Udział (%)	83,6	23,6	37,1	8,1

<sup>56</sup> NBP *Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym (MSW)*, Departament Integracji ze Strefą Euro (DISE), Warszawa 2010, s. 79.

<sup>57</sup> Oręziak L., *Reforma strefy euro po kryzysie finansowym 2007–2009 i jej konsekwencje*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2017 s. 172-173, 180-181.

<sup>59</sup> Giżyński J., Wierzbka R., *Spadek znaczenia euro jako waluty międzynarodowej*, Zarządzanie i Finanse R. 16, nr 3, cz. 1, Gdańsk 2018 s. 179-206.

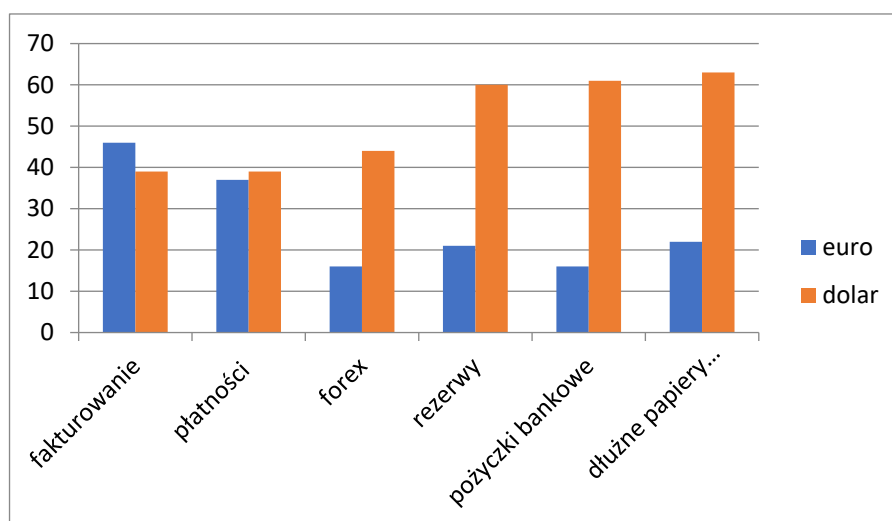


Waluta	Funt szterling	ECU	Inne waluty europejskie	Inne waluty
Udział (%)	8,9	2,3	13,5	22,9

Źródło: The International Role of the euro, ECON 101, [https://www.europarl.europa.eu/workingpapers/econ/101/chap1\\_en.htm#:~:text=An%20international%20currency%20is%20one,and%20as%20store%20of%20value](https://www.europarl.europa.eu/workingpapers/econ/101/chap1_en.htm#:~:text=An%20international%20currency%20is%20one,and%20as%20store%20of%20value), (dostęp 15.05.2022).

Po 2010 roku zmiany, które następują są niewielkie i zmierzają przede wszystkim do wzrostu rozliczeń w innych walutach, a w szczególności do wzrostu roli juana chińskiego, występującego również pod nazwą renminbi. Tym niemniej najbardziej znaczącym rywalem dolara we współczesnym systemie walutowym pozostaje euro. Poniżej przedstawiono, jak obydwie waluty funkcjonują w poszczególnych typach transakcji.

Wykres 4. Procentowy udział dolara i euro na międzynarodowych rynkach finansowych w poszczególnych typach transakcji w 2020r.



Źródło: Hudecz G., Raabe A., Cheng G., The Euro in the world, Discussion Papers Series/16, <https://www.esm.europa.eu/system/files/document/dp16.pdf>, s. 9, (dostęp 15.06.2022).

Jedyną pozycją, w której euro prezentuje się lepiej niż dolar amerykański, to kwestia dominacji euro w wartości fakturowania handlu. Przewaga wynosi tutaj proporcjonalnie 46:39 i zasługuje na uznanie w skali świata. W innych kategoriach pozycja euro jest niższa w stosunku do dolara amerykańskiego. Najbardziej wyrównane są pozycje obu walut w różnych płatnościach (37:39), w kategoriach transakcji forex, pożyczkach bankowych, dłużnych papierach wartościowych oraz w ramach rezerw walutowych euro pozostaje w tyle za wartościami właściwymi dla dolara amerykańskiego. W tych czterech kategoriach przewaga dolara nad euro jest dwu- lub trzykrotna i to decyduje o tym, że to

dolar amerykański pozostaje główną walutą światową. Według mnie w przyszłości można spodziewać się awansu znaczenia chińskiego renminbi, tak jak to miało niegdyś miejsce w sytuacji japońskiego juana. Oczywiście przy założeniu, że większa grupa krajów – szczególnie spoza grupy krajów rozwiniętych - nie przystąpi do budowy własnej waluty międzynarodowej lub nie przyjmie jako takiej waluty Specjalnych Praw Ciągnięcia.

Na przestrzeni lat wykształciły się różne formy pieniądza międzynarodowego, który finalnie pełni funkcję akumulacyjną (rezerwową), funkcję miernika wartości oraz funkcję płatniczą. Ważną rolę w kształtowaniu się powojennego obrazu finansów międzynarodowych odegrała dyskusja F.H. von Hayeka oraz J.M. Keynesa. Jednak ze względów politycznych ostatecznie zwyciężyła koncepcja H.D. White'a reprezentująca interesy USA. W rozdziale pierwszym poddałam analizie warunki kreacji pieniądza międzynarodowego i w efekcie podkreśliłam dominację dolara amerykańskiego we współczesnej gospodarce światowej, którego przewaga we współczesnych finansach trwa od czasu II wojny światowej do dziś.

# **Pieniądz międzynarodowy w systemach walutowych**

Pieniądz międzynarodowy jest zagadnieniem niezwykle interesującym i złożonym. Zagadnienie to nie tylko dotyczy wielu obszarów, ale także samo w sobie jest pełne różnorodności. Nie sposób zbadać to pojęcie, a przede wszystkim zrozumieć jego funkcjonowanie pomijając ewolucję systemu waluty złotej, systemu dewizowo – złotego, systemu dolarowo – złotego, systemu wielodewizowego, a także współczesnego systemu walutowego.

Prześledzenie historii finansów międzynarodowych w zakresie dotychczas funkcjonujących systemów walutowych pozwoli usystematyzować mechanizmy światowego rynku finansowego w taki sposób, aby nieprawidłowości w funkcjonowaniu międzynarodowego systemu walutowego, które przyczyniły się do jego reformy oraz późniejsze kierunki jego rozwoju tworzyły jasny w odbiorze ciąg przyczynowo skutkowy, którego wynikiem jest dzisiejszy kształt i funkcjonowanie mechanizmów światowego rynku finansowego oraz pieniądza międzynarodowego samego w sobie.

## **2.1. System waluty złotej**

W literaturze można znaleźć informacje o tym, że już od czasów starożytnych wśród ówczesnych środków płatniczych złoto odgrywało znaczącą rolę. Jednak po bardziej wnikliwej analizie można odnaleźć informacje, według których już ok 500 lat p.n.e. funkcje pieniądza światowego pełniły stemplowane przez włodarzy monety powstałe ze stopu srebra i złota, których gwarancją wartości był stempel określający ich wagę. Zaskakującym jednak jest fakt, że mimo tak długiej kariery w pełnieniu przez złoto roli pieniądza światowego, bądź też w mniejszym obszarze zastosowania, roli waluty międzynarodowej, złoto aż do czasów I wojny światowej nie zyskało nigdy takiego miana. Przyjęło się, że złoto jest miarą systemów płatniczych i choć było pieniądzem uniwersalnym, nie nazywano go pieniądzem światowym, gdyż nie było podstaw aby używać tego terminu.

Bicie złotych monet w Anglii rozpoczęło się w 1663 roku i spowodowało zaistnienie tzw. bimetalizmu. Na rynkach finansowych funkcjonowały obok siebie dwa rodzaje pieniądza kruszcowego, pieniądz srebrny i złoty. W 1774 roku system ten przekształcono tak, aby stał się monometalicznym systemem waluty złotej. Później

zawieszono go na czas wojny napoleońskiej, po czym w odbudowanej formie wrócił do użytkowania w 1816r<sup>60</sup>.

Przełom osiemnastego i dziewiętnastego wieku uznawany jest jako czas, w którym powstał wzorcowy system, w którym równorzędnie cyrkulują pieniądz kruszcowy wraz z pieniądzem papierowym, który z inicjatywy posiadacza jest w pełni wymienialny na kruszec. Jest to powstały w Wielkiej Brytanii system kruszcowej waluty złotej. W tamtym okresie tzw. bilet bankowy nie stanowił jeszcze autonomicznego pieniądza, a jedynie reprezentację metalowego pieniądza substancjonalnego. Według definicji D. Ricardo, najdoskonalsza forma waluty to taka, którą reprezentuje jedynie pieniądz papierowy, jednak taki, który ma bezpośrednie odzwierciedlenie w złocie, czyli nie jest pieniądzem bez pokrycia<sup>61</sup>. Opisywana powyżej faza rozwoju goldstandardu, to faza pieniądza substancjonalnego. Pieniądz bankowy miał wówczas pełne pokrycie w złocie i powstawał wyłącznie poprzez zakup kruszcu dokonywany przez bank.

Mimo, iż złoto odgrywało tak istotną rolę na rynkach międzynarodowych to podwaliny docelowego systemu waluty złotej mają swój początek dopiero w 1844 roku w Wielkiej Brytanii, kiedy to na mocy ustawy bankowej uchylono restrykcje dotyczące przesyłania złota i przetapiania monet, a banknoty należące do Banku Anglii miały być przez niego wykupowane za złoto. Okres pomiędzy rokiem 1870 a 1880 był dla systemu waluty złotej niezwykle optymistyczny, gdyż w tym okresie wiele krajów zdecydowało się na jego przyjęcie i wdrożenie do swojej polityki finansowej.

Narodowe rynki pieniężne integrowały się dzięki przyjęciu złota jako jednolitego standardu obowiązującego w systemie finansowym. Z uwagi na fakt, iż wartościowe powiązanie walut krajowych ze złotem nie zmieniało się, mówiono, iż waluty krajowe takie jak funt czy dolar stanowiły w zasadzie symbol określonej ilości złota, pełniły funkcję jego bezpośredniego reprezentanta<sup>62</sup>. W pełnieniu funkcji pieniądza międzynarodowego złoto przejawiało jedną bardzo istotną zaletę. Z uwagi na fakt, że nie było ono walutą narodową żadnego z krajów, które uznały stosowanie goldstandardu, nie było ono także podporządkowane żadnej z władz krajowych ani ponadnarodowych, a

---

<sup>60</sup> Hawtrey R. G., *The Gold Standard in Theory and Practice*, London Longmans, Green; 5th edition, Londyn 1947, s. 69.

<sup>61</sup> Ricardo D., *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlowej, Warszawa 1929, s. 295.

<sup>62</sup> Hayek F.A., *Monetary Nationalism and International Stability*, The Graduate Institute of International Studies, Publication Number 18, Londyn 1937, s. 8.

obowiązująca wówczas zasada dotycząca podaży złota w skali międzynarodowej zapewniała systemowi na nim opartemu stabilizację. Podaż złota w tamtym okresie była powiązana ze zmianami w PKB, w poziomie cen i zmianami handlu międzynarodowego<sup>63</sup>.

Funkcjonowanie pieniądza regulowane jest przez instytucje, których zespół tworzy system monetarny. System walutowy natomiast dotyczy działań podejmowanych podczas międzynarodowych transakcji. W ujęciu ponadnarodowym system walutowy składa się z mechanizmów, które umożliwiają współistnienie niekoniecznie tożsamy systemów krajowych, a także interakcje między nimi<sup>64</sup>.

Literatura nie wyróżnia jednej konkretnej daty, której przypisane byłoby zapoczątkowanie funkcjonowania systemu waluty złotej. Ekonomiści opisujący ten temat datują powstanie systemu waluty złotej w różnych momentach. Istnieją dwie przyczyny, dla których sytuacja ta kształtuje się tak, a nie inaczej.

Większość autorów postrzega pojęcie finansów światowych jako tych, które dotyczą czterech państw. Mowa tu o Stanach Zjednoczonych, Francji, Wielkiej Brytanii oraz Niemczech. Podczas datowania powstania goldstandardu ci autorzy biorą pod uwagę przyjęcie systemu waluty złotej przez te kraje i to te kraje stanowią dla nich reprezentację gospodarki światowej. Inne państwa były pomijane w podobnych analizach, czasem ze względu na założenie o ich niewielkiej istotności, a czasem z obawy przed tym, że włączenie ich zakłóci wyniki badań. Jakość takiego podejścia można uznać za dyskusyjną, niemniej jednak podejście to było wśród badaczy z tamtego okresu dość powszechne.

Drugim powodem braku zaznaczenia w historii konkretnej daty powstania systemu waluty złotej, jest fakt, iż nie jest on wynikiem paktu, umowy międzynarodowej, decyzji organizacji ponadnarodowej, ani niczyjego planu. System waluty złotej powstał w wyniku działania sił rynkowych i panujących zwyczajów finansowych. Jest efektem ciągu przyczynowo skutkowego wielu autonomicznych decyzji państw, które podejmowane były nie tylko w różnych okresach, ale także w przeróżnych warunkach kulturowych, ekonomicznych, a także politycznych.

---

<sup>63</sup> Drabowski E., *Pieniądz...*, Op. cit., s. 87-88.

<sup>64</sup> Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, PWN, Warszawa 1999, s. 35.

Stan funkcjonującej według tego systemu gospodarki był bezpośrednio podporządkowany mechanizmowi rynkowemu, co uniemożliwiało osiągnięcie niektórych istotnych celów społecznych i gospodarczych. Rezygnacja z interwencjonizmu gospodarczego była związana z brakiem możliwości finansowania przez państwo zbrojeń czy uprzemysławiania. Redystrybucja dochodu narodowego wiążąca się z reformami społecznymi również była niemożliwa. Gospodarki krajowe stawały się zależne od gospodarki światowej, a koszty utrzymania tej stabilności były niezwykle wysokie szczególnie patrząc na to z punktu widzenia rozwoju gospodarczego mniej uprzemysłowionych krajów. Systemowi waluty złotej towarzyszyła recesja, która hamowała wzrost gospodarczy, sprzyjała wzrostowi bezrobocia i wpływała negatywnie na poziom płac.

Przede wszystkim jednak goldstandard charakteryzował wieloma zaletami. Jego najbardziej docenianą cechą był wspaniale działający mechanizm wyrównawczy. Było to narzędzie, dzięki któremu państwa członkowskie mogły przywracać równowagę zewnętrzną, w przypadku, gdy zaszła taka potrzeba. Dotyczyło to zarówno krajów nadwyżkowych jak i deficytowych i to w równym stopniu.

Aby mechanizm wyrównawczy mógł funkcjonować prawidłowo, muszą zostać spełnione następujące warunki:

- ✓ przepływ złota między państwami należącymi do systemu powinien być swobodny i niezależny,
- ✓ waluta każdego z krajów, które należą do systemu ma wyznaczony parytet w złocie,
- ✓ banki centralne krajów należących do systemu są zobligowane do sprzedaży i kupna złota po stałej cenie (po kursie parytetu),
- ✓ elastyczność cen i płac w gospodarkach tych krajów jest na wysokim poziomie,
- ✓ system monetarny jest skonstruowany tak, że zmienność rezerw złota bezpośrednio oddziałuje na podaż pieniądza krajowego.

Aby właściwie objaśnić działanie mechanizmu wyrównawczego upraszczam zjawisko przyjmując założenie, że podaż pieniądza, kurs walutowy i rezerwy złota zmieniają się nie tylko jednokierunkowo, ale także proporcjonalnie do siebie.

Dwa kraje (kraj 1 i kraj 2) znajdują się w stanie równowagi zewnętrznej przy określonym poziomie podaży pieniądza i cen krajowych, a wahania kursów są tak niewielkie, że mieszczą się w granicy plus minus 1% od parytetu złota. W pierwszym z omawianych państw wzrasta popyt na dobro sprowadzane z drugiego, a co za tym idzie poziom eksportu w kraju drugim wzrasta. W efekcie takiego procesu pojawia się deficyt bilansu handlowego w kraju 1 i nadwyżka bilansu handlowego w kraju 2. W konsekwencji wystąpienia deficytu handlowego kurs waluty kraju 1 obniża się. W kraju 2 rezerwy złota zwiększają się, a waluta się umacnia. Kolejnym etapem w poruszonym ciągu przyczynowo skutkowym jest wpływ zmian podaży pieniądza na wysokość cen. W pierwszym kraju ceny obniżają się, w drugim zaś przeciwnie. Tutaj historia zatacza koło.

Powstałe w wyniku całego procesu różnice w wysokości cen wpływają na wzrost konkurencyjności towarów pochodzących z kraju 1. Popyt na dobra będące przedmiotem eksportu kraju 1 wzrasta. W kraju 2 przeciwnie do tego co działo się dotychczas, powstaje deficyt handlowy, a w kraju 1 nadwyżka. Mechanizm wyrównawczy doprowadził do punktu, w którym przywrócono równowagę zewnętrzną.

Utrzymaniu stabilności jego funkcjonowania, służyły tzw. "punkty złota". W razie, gdy wahania kursów zbliżały się do przekroczenia plus minus 1% przedsiębiorcy regulowali zobowiązania dokonując transferu złota. Z czasem niektóre silniejsze gospodarczo państwa zdecydowały się na subtelne interwencje ze strony banków centralnych, które w takich momentach utrudniały sprzedaż złota lub wpływały na poziom stopy dyskontowej. Państwa charakteryzujące się mniej rozwiniętą gospodarką finansową cechowały się większymi wahaniami kursów walutowych<sup>65</sup>.

Ponieważ z czasem pieniądź właściwy ulegał powolnemu podzieleniu na występujący w formie banknotu oraz wkładu bankowego, doszło do wyraźnego podziału pomiędzy pieniądzem gotówkowym i bezgotówkowym. Stopniowo przekształcano pieniądź bankowy w taki, który posiadał swoją autonomię i stawał się docelowym pieniądzem właściwym. Poprzez kredyt bankowy, który pozwalał dokonać monetyzacji określonej wierzytelności, powstała nowoczesna forma pieniądza bezgotówkowego bardzo istotna w poprawieniu funkcjonowania obrotów gospodarczych<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup> Bilski J., *Międzynarodowy...*, Op. cit., s. 102 - 104.

<sup>66</sup> Schumpeter J., *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960, s. 156 i 162.

Natura powiązań pomiędzy pieniądzem bankowym, a kruszcowym była różnorodna. Zasoby pieniądza bankowego regulowano za pomocą pokrycia kruszczem. Pieniądz kruszcowy pełnił funkcję kontrolną w obiegu pieniądza bankowego. W obrotach międzynarodowych pieniądz kruszcowy stanowił bezpośredni środek płatniczy, w obrotach wewnętrznych natomiast funkcjonował pieniądz bankowy. Istniała możliwość swobodnego eksportu pieniądza poprzez zapłatę za towary pochodzące z innego kraju, a także importu podczas regulowania należności za towary. Dobór formy płatności leżał po stronie importera, eksporter natomiast miał możliwość odsprzedaży otrzymanych dewiz lub złota bankowi lub w przypadku gdy otrzymał zapłatę w złocie, zatrzymania go. Relacja ceny pieniądza bankowego była stała w stosunku do pieniądza kruszcowego. Wyznaczano ją na podstawie tzw. parytetu. Parytet kruszcowy służył jako wyznacznik parytetów walutowych poszczególnych krajów należących do systemu.

Gdy zawartość złota w jednostkach pieniężnych wszystkich krajów należących do systemu waluty złotej określano na tej samej podstawie, ich wartości było można obliczać poprzez korzystanie ze współczynnika nazywanego parytetem, stanowiącym relatywną cenę referencyjną. W tamtym okresie parytet złota przeważał nad innymi systemami pieniężnymi. Stanowi to niejako przykład, w którym organizacja międzynarodowego systemu walutowego determinuje rodzaj pieniądza światowego.

System ten kojarzył się ze stabilnością zarówno na rynku wewnętrznym, jak i międzynarodowym. Cena złota wahała się nieznacznie i często była wynikiem zwiększenia się ilości kruszcu spowodowanym odkryciem nieznanych dotąd złóż. Państwa należące do systemu mogły cieszyć się równowagą płatniczą, a ich gospodarki i wymiana międzynarodowa mogła rozwijać się we względnie komfortowych warunkach.

Choć istnienie regulatora obiegu pieniądza bankowego w postaci pieniądza substancjonalnego było hamulcem w stosunku do procesów wymiany w środowisku gospodarki kapitalistycznej, a także w procesach produkcji, to jednak zalety jakie niosło ze sobą to rozwiązanie przeważały nad wadami. Wcześniej opisany mechanizm wyrównawczy, który w sposób bezpośredni przywracał równowagę bilansów krajów należących do systemu, a także regulował poprzez kierowanie procesami deflacji i inflacji strukturę kredytową gospodarki narodowej miał ogromne znaczenie w stabilności



działania systemu. Dzięki parytetowi istniała niemal bezproblemowa wymienialność walut, a kursy walutowe charakteryzowały się stabilnością w długich okresach<sup>67</sup>.

Lata 1880-1917 były okresem, w którym w większości krajów systemu utrzymywano stały parytet waluty w złocie. Niekoniecznie musiało to jednak znaczyć, że kursy wekslowe nie ulegały zmianie. Parytet oznaczał stałą relację ceny złota do waluty krajowej. Bardziej celne określenie niż cena, mogłoby stanowić określenie miara metryczna, gdyż sformułowanie cena bezpośrednio kojarzy się z wpływem popytu i podaży na jej kształt, natomiast w przypadku parytetu mamy do czynienia z całkowicie stałą zależnością, która była zaprojektowana tak, aby być na takie zjawiska odporna. System waluty złotej z tamtego okresu, można zatem rozumieć także jako swojego rodzaju opartą na złocie unię walutową. Kurs wekslowy był pewnego typu obejściem stałej struktury panującej w systemie. Dotyczył on relacji czeków, obligacji i weksli, a zatem aktywów finansowych państw należących do systemu. Kurs wekslowy wyrażano w walutach krajowych tych państw. Warto zwrócić uwagę na fakt, iż w tamtym okresie powszechność dokumentów dłużnych znacznie przeważała nad użytkowaniem akcji. Zarówno większe jak i mniejsze giełdy krajowe obracały zatem głównie wekslami, których cena nie była odporna na wahania podaży i popytu.

System waluty złotej był jednak przygotowany na zaistnienie takich okoliczności. Właśnie po to, aby przeciwdziałać rozchwianiu się całego mechanizmu istniały wcześniej opisane tzw. punkty złota. Pozwalały one skutecznie monitorować sytuację na rynku i w razie potrzeby interweniować w celu przywrócenia jej na poprawny tor. Gdy kurs wekslowy wzrastał, dług w stosunku do zagranicy był niemal automatycznie regulowany złotem. Jednak kursy wekslowe poszczególnych krajów charakteryzowały się różną odpornością na sytuację polityczną i finansową w jakiej kraje te znajdowały się w określonym czasie. Najlepiej mechanizm ten sprawdzał się w stosunku do najbardziej znaczących krajów w systemie, czyli tzw. państw centrum<sup>68</sup>. Kursy walutowe tych krajów były tak odporne na oddziaływanie czynników zewnętrznych, że nawet wydarzenia takie jak wojna nie wpływały znacznie na ich stabilność.

Zupełnie inaczej sytuacja przedstawiała się w krajach peryferyjnych dużo bardziej nieodpornych i narażonych na wahania walutowe. Kluczem do sukcesu było stu

---

<sup>67</sup> Romeuf J., *Dictionnaire des sciences économiques* t.2 Armand Colin, Paryż 1958, s. 832.

<sup>68</sup> Fajans W., *Wahania Walutowe*, Gebethener i Wolf, Warszawa 1917 s. 15.

procentowe podporządkowanie się zasadom wyznaczonym podczas powstawania systemu waluty złotej. Gdy kraje należące do systemu stosowały się do ustalonych reguł, mechanizm wyrównawczy działał poprawnie. Większa zmienność nominalnych kursów walutowych krajów peryferyjnych pozwalała przywrócić równowagę płatniczą goldstandardu. Można zatem powiedzieć, że kraje centrum stabilizowały swoją gospodarkę walutową kosztem destabilizacji kursów walutowych krajów ościennych<sup>69</sup>.

W systemie waluty złotej funkcjonował bardzo istotny mechanizm uzależniający podaż pieniądza od światowego poziomu cen. Mechanizm ten przeciwdziałał wahaniom podaży złota w krótkim okresie. Utrzymanie stałej relacji między handlem międzynarodowym i wzrostem gospodarczym, a podażą złota pełniło funkcję stabilizatora kursów<sup>70</sup>. Była to zależność polegająca na tym, że ogólny wzrost cen wpływał na koszt wydobycia złota, a co za tym idzie ograniczano jego wydobycie. Zmiany wolumenu produkcji złota chroniły procesy stabilizujące nie tylko w poszczególnych krajach, ale również w całej gospodarce światowej. Dawniej, podczas analizowania funkcjonowania mechanizmu wyrównawczego, zbyt dużą wagę przywiązywano do zmian cen. Uważano, że jest to podstawowy warunek prawidłowego działania mechanizmu wyrównawczego. Dopiero bliżej lat pięćdziesiątych zwrócono uwagę na równie ważny czynnik wpływający na równowagę systemu czyli zmiany w poziomie wydatków i zatrudnienia<sup>71</sup>. Klasyczny efekt wyrównawczy, można było także osiągnąć bez zmian w poziomie cen i zatrudnieniu. Późniejsze analizy dowodzą, że zmiany w wydatkach oraz w płynności rynku finansowego, również skutkują uruchomieniem mechanizmu wyrównawczego. Aby zadziałał on poprawnie, w krajach w których występuje nadwyżka, zarówno rezerwy złota jak i wydatki powinny wzrastać, natomiast w krajach deficytowych powinno być odwrotnie.

Gdy zasoby złota pierwszego kraju rosną, pojawia się w nim nadwyżka prowadząca do zwiększenia podaży pieniądza, a co za tym idzie do wzrostu cen krajowych. Zmiany kierunku przepływu kapitału spowodowane postępującą integracją rynków finansowych, miały wpływ na bilans płatniczy. Dochodziło zatem do amortyzacji zależności pomiędzy cenami a poziomem płac.

---

<sup>69</sup> Catao L., Solomou S., *Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment Under the Gold Standard*, IMF Working Paper No. 41, Waszyngton 2003, s. 19.

<sup>70</sup> Drabowski E., *Pieniądz...*, Op. cit., s. 23.

<sup>71</sup> Mundell R., *The Case for a Managed International Gold System*, Praeger Special Studies, 1982, s. 5

Dyskusje na temat funkcjonowania mechanizmu wyrównawczego trwają do dziś. System waluty złotej załamał się wiele lat temu, a mimo to zjawisko tego mechanizmu nadal jest interesującym tematem do rozważań.

Jako podsumowanie tego podrozdziału chciałabym zamieścić poniżej kilka najważniejszych czynników, które prowadziły do stabilizacji kursów walutowych w systemie waluty złotej. Dążenie do ich spełnienia warunkowało zarówno istnienie systemu jak i poprawne jego funkcjonowanie:

- przynależność do systemu waluty złotej bezpośrednio wiązała się z możliwością zakupu złota po określonej cenie, a także kojarzyła się z wiarygodnością gospodarki,
- mechanizm wyrównawczy działał niezakłócenie, gdyż państwa członkowskie nie stosowały sterylizacji w stosunku do swoich gospodarek walutowych,
- duża elastyczność gospodarek i rozwinięta funkcja dostosowawcza wpływały korzystnie na sytuację, nawet w chwili pojawienia się szoków makroekonomicznych,
- liczne migracje pracowników służyły stabilizacji rynku pracy,
- struktura produkcyjna w systemie waluty złotej charakteryzowała się komplementarnością pomiędzy krajami centrum a państwami peryferyjnymi, te drugie zajmowały się głównie produkcją dóbr pierwszej potrzeby i towarów podstawowych, która często finansowana była kapitałem z zamożniejszych krajów centrum.

Mocną stroną goldstandardu było bezpieczeństwo gospodarcze oferowane krajom należącym do systemu. Świadomość istnienia parytetu złota wpływała pozytywnie na poczucie bezpieczeństwa podczas wymian handlowych. Wszystko to nie oznacza jednak, że system ten był pozbawiony wad.

Choć system waluty złotej należy do przeszłości, to ciągle pełni on bardzo ważną i przede wszystkim konstruktywną funkcję. Służy jako wzór podczas budowania idei nowych łądów monetarnych, które choć z samym złotem nie mają wiele wspólnego, to wzorują się częściowo na tym systemie. Odnosząc ów system do poglądów F.A. von Hayeka i J.M. Keynesa, na temat ich wizji systemu monetarnego, które zostały

zaprezentowane w Tabeli 1, można stwierdzić, że jest on bliższy poglądom drugiego ze wspomnianych ekonomistów. Keynes był zwolennikiem międzynarodowej unii monetarnej, w dużym stopniu nawiązującej do idei jednego pieniądza, już wprawdzie nie złota, ale bankora. Jednocześnie zaś system waluty złotej spełniał również postulat F.A. von Hayeka dotyczący denacjonalizacji pieniądza, choć w bardzo ograniczonym stopniu, gdyż Austriak złoto, jako podstawę systemu monetarnego, uważał za przeżytek. Złoto było również pieniądzem znacznie bardziej ograniczonym podażowo niż oferowały to ówczesne systemy organizacji pieniądza. Powiązanie pieniądza z zasadami standardu złota znacząco ograniczało jego podaż. Zasadniczo, kryzysy gospodarcze były w tym systemie płytkie i częste. Takiej wady nie miały natomiast systemy, które nie opierały się bezpośrednio na złocie, jak jest to w przypadku np. Keynesistowskiego bankora<sup>72</sup>.

Głębokie zmiany, jakie zachodziły w realnej gospodarce w systemie waluty złotej, są uwidocznione w zmiennych zjawiskach inflacyjnych. Dane, które zostały przedstawione poniżej w Tabeli 7, ukazują następowanie po sobie cykli inflacji i deflacji. W kontekście gospodarki europejskiej i amerykańskiej, można mówić o daleko idących podobieństwach w kształtowaniu się ogólnej stopy inflacji w tych okresach, co dowodzi, że goldstandard funkcjonował już w dużej mierze w realiach gospodarki globalnej. Było to tym bardziej możliwe, że Francja i Wielka Brytania posiadały posiadłości kolonialne niemal na każdym kontynencie, co powodowało wzmocnienie podobieństwa zjawisk gospodarczych na dużych obszarach globu.

Tabela 7. Okresy inflacji i deflacji w XIX-wiecznym systemie waluty złotej.

Okresy / zmiany cen	Stany Zjednoczone	Wielka Brytania	Niemcy	Francja
1816-1849	-45%	-41%	-29%	-33%
1849-1873	67%	51%	70%	30%
1873-1896	-53%	-45%	-40%	-45%
1896-1913	56%	39%	45%	45%

Źródło: Cooper R.N., *The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects*, Brookings Institution, Waszyngton 1982.

<sup>72</sup> Eichengreen B., *Exorbitant*, Op.cit., s. 45-47.

Tabela prezentuje interesujący obraz zjawisk inflacyjnych w XIX wieku, w warunkach istnienia systemu waluty złotej. Zgromadzone dane historyczne pokazują, że był to okres występowania przemiennych faz inflacji i deflacji, a w okresie 1816-1913 zmienność cen charakteryzowała się amplitudą umiarkowaną. Fazy wzrostów i spadków cen były ponadto dosyć wyrównane i trwały od 20 do 33 lat z wyjątkiem ostatniej fazy, zakończonej przygotowaniem do I wojny światowej, co skutecznie zmieniło światowy system walutowy w proinflacyjny.

## **2.2. System dewizowo - złoty**

Okres międzywojenny był bardzo burzliwy dla finansów międzynarodowych. Po czasach, w których system waluty złotej powodował względną równowagę w świecie finansów, nastąpił czas stagnacji. Po wojnie wiele krajów szczególnie z środkowego obszaru Europy a także z Europy Wschodniej zmagало się z hiperinflacją. Przyszedł czas Wielkiego Kryzysu gospodarczego wraz ze wszystkimi jego konsekwencjami. Nie było miejsca na powrót do systemu waluty złotej, gdyż kraje należące do systemu nie byłyby w stanie spełnić nawet połowy warunków, które są niezbędne do jego poprawnego funkcjonowania. Większość państw znajdowało się w opłakanej sytuacji ekonomicznej. Istniała jednak chęć podjęcia próby przywrócenia porządku w międzynarodowym systemie walutowym. W tym celu w 1922 roku w Genui została zorganizowana międzynarodowa konferencja.

Koncepcja zorganizowania konferencji narodziła się w styczniu 1922 roku w Cannes, gdzie odbywała się sesja Rady Najwyższej wojny. Europa bez wątplenia czuła na plecach oddech katastrofy gospodarczej. Pierwsza wojna światowa przyniosła zniszczenie infrastruktury, śmierć milionów istnień oraz ogromne straty finansowe. Premier Wielkiej Brytanii David Lloyd George chcąc określić dalsze kierunki działań i dobór metod naprawczych stał się inicjatorem tejże konferencji.

W spotkaniu uczestniczyli przedstawiciele 34 narodów i trwało ono od 10 kwietnia do 19 maja. Głównym celem konferencji była naprawa sytuacji politycznej i gospodarczej panującej ówczesnie w Europie. Duża część uwagi członków spotkania koncentrowała się wokół strategii odbudowy Niemiec i krajów z obszaru Europy Środkowo – Wschodniej, a także ustabilizowaniu relacji między bolszewickim reżimem sowieckiej Rosji, a państwami w których panowała gospodarka kapitalistyczna. Niemcy i Rosja zniweczyły jednak te plany poprzez podpisanie traktatu w Rapallo również w roku

1922. Konferencja w Genewie zakończyła się więc fiaskiem w generalnym sensie, lecz pozostawiła po sobie kilka pozytywnych zmian<sup>73</sup>.

Jako jedną z propozycji przedstawionych w tym czasie była koncepcja, według której banki centralne miałyby przynajmniej częściowo powrócić do standardu złota. W miejsce tego rozwiązania podczas wojny drukowano papierowe pieniądze na pokrycie generowanych przez wojnę kosztów<sup>74</sup>. Wznowienie goldstandardu prowadziłyby do odzyskania stabilności gospodarczej oraz ułatwienia przepływów w handlu międzynarodowym. Nowy system miał jednak uwzględniać pozostawienie złota w skarbcach, a transakcje miały odbywać się za pomocą reprezentujących je papierowych banknotów. System ten nazwano systemem dewizowo - złotym. Dopuszczał on wymienialność waluty krajowej na międzynarodową, która miała pokrycie w złocie. Banki centralne zachowały część swoich rezerw w walutach bezpośrednio wymienialnych na złote monety. Najbardziej widoczna różnica pomiędzy systemem waluty złotej, a systemem dewizowo - złotym jest taka, że w systemie dewizowo - złotym obywatele nie otrzymywali złotych monet w zamian za swoje banknoty, jak to miało miejsce w czasach świetności systemu waluty złotej. Cel dotyczący magazynowania złota w skarbcach banków centralnych został osiągnięty.

Przywrócenie monetarnej roli złota oraz zwiększenie obszaru należności banków centralnych jest przykładem, który obrazuje jak organizacja międzynarodowego systemu walutowego określa zakres funkcji pełnionych przez pieniądź światowy. W efekcie konferencji nastąpiła liberalizacja w przepływach kapitałowych i handlu międzynarodowym. Reglamentacja dewizowa została zniesiona. W okresie pomiędzy 1925 rokiem a rokiem 1931, większość krajów Europy Środkowo-Wschodniej reaktywowała system waluty złotej oczywiście w nowej, osiągalnej dla tego okresu i warunków w nim panujących, formie. Zadaniem systemu sztabowo-złotego<sup>75</sup> i dewizowo-złotego był powrót do korzyści jakie oferował przedwojenny system bez konieczności pozbycia się i tak już nadszarpniętych zasobów złota.

---

<sup>73</sup> Kumaniecki J., *Polski aspekt stosunków radziecko niemieckich w 1922r.*, Muzeum Historii Polski, Warszawa 1990, s. 140-141.

<sup>74</sup> Degras J., *Soviet Documents on Foreign Policy*, Oxford University Press, Oxford 1951, Londyn 1961-1953, s. 40-48.

<sup>75</sup> Obywatele krajów należących do systemu mogli wymienić banknoty jedynie na sztabki złota o wadze z zakresu 4 do 10 kilogramów, które nie pełniły funkcji środka wymiany w codziennych transakcjach. Takie zjawisko nazywano systemem sztabowo - złotym.

Pierwszym państwem, które przyjęło założenia systemu dewizowo - złotego były Stany Zjednoczone i stało się to już w 1919 roku, czyli przed zorganizowaniem włoskiej konferencji. Kolejnym krajem była Wielka Brytania, która wprowadziła system dewizowo - złoty w 1925 roku. W tym samym okresie po reformie W. Grabskiego system ten został wdrożony także w Polsce. Większość krajów Europy Środkowo – Wschodniej skorzystała z tego rozwiązania, jednak nie na długo. Już w latach pomiędzy 1931 a 1933 rokiem Wielki Kryzys popchnął największe mocarstwa świata do rezygnacji z parytetu złota i założeń systemu. Rozpoczęto poszukiwania alternatywnych rozwiązań, które dotyczyły głównie polityki kursowej. Przykładowo w Wielkiej Brytanii powstał system interwencyjny, którego zadaniem było utrzymanie stabilności kursu walutowego. W Ameryce Południowej i Ameryce Środkowej postawiono na dywersyfikację kursów. Istniała także grupa krajów, które chciały podtrzymać funkcjonowanie systemu dewizowo – złotego. Kraje te stworzyły w 1933r. tzw. blok złota. Do bloku należała m. in. Polska, a obok niej Francja, Belgia, Holandia, Szwajcaria i Włochy. Niestety już 3 lata później blok złota nie istniał, gdyż w 1935r. Włochy i Belgia opuściły zrzeszenie, a zaraz za nimi czyli w 1936r, pozostałe państwa członkowskie.

Reforma monetarna Grabskiego budzi kontrowersje, jednak wielu ekonomistów z E. Taylorem na czele, podkreśla, że dla Polski, która po wojnie znajdowała się w bardzo złej kondycji gospodarczej i ugięła się pod naciskiem hiperinflacji, utrzymanie systemu dewizowo - złotego przez niemal całe dziesięciolecie było po prostu jedynym realnym ratunkiem<sup>76</sup>. Można rozpatrywać inne opcje i rozważać jak potoczyłyby się losy naszego kraju w przypadku obrania innej polityki pieniężnej, jednak trudno wyobrazić sobie, aby przyniosła ona lepsze skutki. Mimo tego, iż przez te dziesięć omawianych lat kraj musiał borykać się, z różnymi kryzysami, to system dewizowo - złoty był na nie na tyle odporny, aby móc funkcjonować dalej. Polska na tle innych państw, wykazała się ogromną samodzielnością podczas odbudowy swojego systemu monetarnego po wojnie. W roku 1924 w wyniku reformy Grabskiego wprowadzono do obiegu walutę złotego polskiego, która już rok później stała się pieniądzem wymiennym i występuje jako waluta narodowa do dziś.

Złoty istniejący w takiej postaci bardzo szybko przyczynił się do zwalczania hiperinflacji, jednakże w warunkach Wielkiego Kryzysu, który w Polsce objawił się z

---

<sup>76</sup> Taylor E., *Druga inflacja polska. Przyczyny, przebieg i środki zaradcze*, Warszawa 1926, s. 7.

całą mocą w 1930 roku, działał silnie deflacyjnie i odsuwał na dalsze lata możliwości wzrostu produkcji przemysłowej. Polski rząd nie wychodząc z bloku złota zaoferował polskiej gospodarce przedłużony kryzys, którego uniknęły kraje nienależące do tego porozumienia lub opuszczające w tym czasie złoty blok, decydujące się jednocześnie na dewaluację własnej waluty i przyspieszając tym samym wzrost produkcji o charakterze eksportowym.

System dewizowo-złoty, nie angażując takich ilości złota, jak system waluty złotej, odsunął widmo zatrzymania i znaczącego ograniczenia podaży pieniądza w sytuacji braku odkrycia nowych złóż tego kruszcu. Okazał się być bardziej elastyczny, jednak nie na tyle, aby poprawić sytuację gospodarczą, w jakiej znalazł się świat w latach 30. XX wieku. To przede wszystkim przesądziło o jego słabości mimo wielu przedstawionych powyżej teoretycznych zalet.

Dodatkowym ciosem ze strony polityki gospodarczej była ekspansja militarna niemieckiej Trzeciej Rzeszy, sfinansowana całkowicie pieniądzem fiducyjnym, oderwanym od jakichkolwiek fundamentów, w tym złota. Praktyczne argumenty za istnieniem systemu dewizowo-złotego stawały się coraz mniej słuszne. System ten również nie cieszył się aprobatą wspomnianych powyżej dwóch znaczących ekonomistów, F.A. von Hayeka i J.M. Keynesa. Dla pierwszego z nich system ten był za bardzo monopolistyczny, za mało zaś konkurencyjny. Zważywszy na fakt, że z założenia był on uzależniony od instytucji bankowych, jego funkcjonowanie było sprzeczne z poglądami Hayeka. System nie spełniał również warunku uniezależnienia od rynku, bo banki centralne były jego konstruktorami, a co więcej mechanizm ciągle powiązany był ze złotem, które Hayek odrzucał. Keynes natomiast, choć nie odrzucający złota tak gwałtownie jak Hayek, również zauważał, że złoto pełni w systemie monetarnym nieodpowiednią i jednak zbyt dużą rolę. Złoto powinno regulować wartość pieniądza w dużo mniejszym stopniu niż było to w czasach między I a II wojną światową. Jednocześnie powinno mieć swoją pulę, w celu wyznaczenia wartości światowego wspólnego pieniądza, którego czas ma kiedyś nadejść. Pośredni etap miała stanowić unia clearingowa, która miała zapobiec nierównowagom, do jakich dochodziło w okresie boomu po I wojnie światowej i w czasie Wielkiego Kryzysu lat trzydziestych.

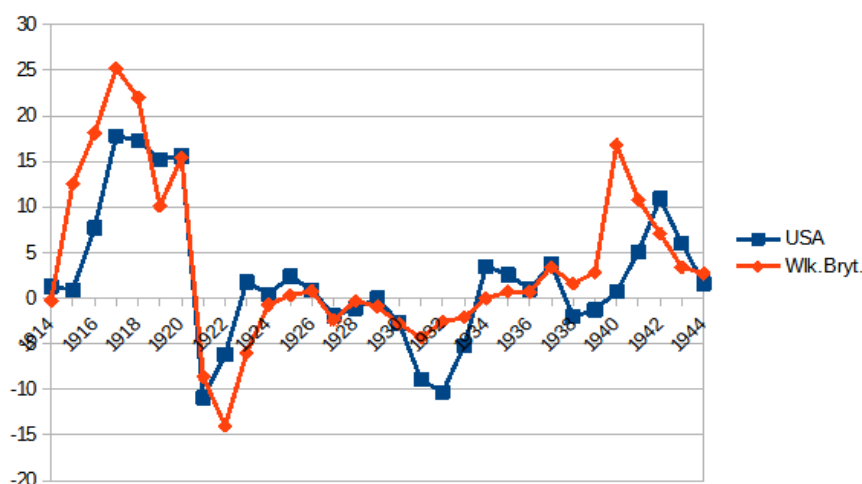
W systemie dewizowo-złotym wzrosła kompatybilność dwóch czołowych gospodarek, tj. Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych. Aby ocenić działanie



wówczas istniejącego systemu warto przyrzeć się podobieństwu w zachowaniach stopy inflacji w każdej z nich.

Poniższy wykres obrazuje stopę inflacji w dwóch czołowych gospodarkach początku XX wieku: Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii od 1914 do 1944 roku (I wojna światowa, okres międzywojenny i II wojna światowa do czasu ustanowienia systemu z Bretton Woods).

Wykres 5. Historyczne stopy inflacji Wielkiej Brytanii i USA 1914r.-1944r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.rateinflation.com](http://www.rateinflation.com), (dostęp 15.04.2021)

W przedziale pomiędzy początkiem I wojny światowej a zakończeniem II wojny światowej miały miejsce dwie fale wysokiej inflacji wojennej oraz dwie fale deflacji, obejmujące okresy po I wojnie światowej oraz Wielkiego Kryzysu. Oprócz nich widzimy okres minimalnej inflacji i deflacji obejmujący czas pomiędzy recesją po I wojnie światowej, a Wielką Depresją oraz pomiędzy tym ostatnim okresem a II wojną światową, związany z wychodzeniem obu krajów i świata z największego kryzysu oraz zabiegami interwencjonistycznymi w polityce fiskalnej, a także zabiegami obniżenia wartości waluty (w szczególności dolara amerykańskiego) wyrażonej w złocie, jako źródło globalnego impulsu proinflacyjnego. Wszystko to przekładało się na coraz większe oderwanie głównych walut gospodarki światowej od parytetu złota.

Problemy, które próbowano rozwiązać konstruując powojenny system walutowy były adekwatne do zniszczeń okresu powojennego, braku liberalizacji przepływu towarów i kapitału oraz doświadczeń okresu międzywojennego w skład których wchodziły wyścigi dewaluacyjne. Próba usztywnienia kursów miała na celu zapobieganie

takim praktykom. Ze względu na warunki panujące po II wojnie światowej, system ten zakładał stopniową liberalizację przepływów towarowych i finansowych.

### **2.3. System dolarowo - złoty**

Zważywszy na fakt, iż ostatecznie próby ponownego uruchomienia systemu opartego w taki czy inny sposób na standardzie złota zakończyły się niepowodzeniem, doświadczenia międzywojenne, skutki II wojny światowej oraz nowa sytuacja gospodarcza spowodowały rozpoczęcie poszukiwania nowego, lepszego systemu dla funkcjonowania gospodarki światowej. W celu ustanowienia nowego porządku w tym zakresie postanowiono o zorganizowaniu, jak się później okazało, niezwykle istotnej w dziejach świata, konferencji.

Konferencja w amerykańskim mieście Bretton Woods, która odbyła się u schyłku II wojny światowej w 1944r. była punktem zwrotnym w historii międzynarodowego systemu walutowego. Obok Polski wzięły w niej udział 44 inne państwa. Reprezentanci krajów uczestniczących w spotkaniu usiłowali znaleźć rozwiązanie, które pomogłoby stworzyć takie warunki, w jakich handel mógłby się swobodnie rozwijać i powodować wzrost gospodarczy. Podczas konferencji powołano Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju inaczej nazywany Bankiem Światowym. W rezultacie wypracowanego porozumienia powstał także Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Obie powstałe w tym czasie instytucje finansowe miały za zadanie porządkować światowy system walutowy. Pierwotnie międzynarodowy system walutowy skupiał 30 członków założycieli. Dziś MFW zrzesza aż 190 państw. Głównym zadaniem tej instytucji było zarządzanie międzynarodowym systemem walutowym w taki sposób, aby wspierać bilans płatniczy tych państw członkowskich, które takiej pomocy wymagały. Jedną z głównych funkcji Międzynarodowego Funduszu Walutowego miało być ustalenie reguł, które powodowałyby utrzymanie kursów walutowych na stałym poziomie, a co za tym idzie wspieranie rozwoju handlu międzynarodowego. Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju natomiast miał za zadanie wspierać, w razie potrzeby, słabiej rozwinięte państwa poprzez udzielanie nisko oprocentowanych pożyczek. Niezbędny kapitał miał pochodzić ze składek wpłacanych przez kraje członkowskie obliczanych proporcjonalnie do ich znaczenia gospodarczego. Naturalnie, kredyty te były udzielane na podstawie uzasadnionych potrzeb przedstawionych w postaci sformalizowanego projektu np. budowy dróg, tam, czy innych istotnych aktywów

rzeczowych. Głównym celem tych praktyk było usprawnienie przepływu funduszy, dóbr i usług pomiędzy krajami charakteryzującymi się zróżnicowanym poziomem rozwoju gospodarczego.

W miejsce systemu waluty złotej oraz późniejszych podobnych form pojawił się system, w którym walutą nominalną aktywów składających się na rezerwy międzynarodowe krajów, a zatem walutą rezerwową stał się dolar amerykański. Wybór akurat tej waluty, jako głównej waluty światowej był bezpośrednio związany z dominującą pozycją gospodarki Stanów Zjednoczonych na świecie oraz z jej zasobami, co szerzej opisano w rozdziale pierwszym. Widać zatem, że na decyzję o tym, która waluta ma pełnić funkcję pieniądza światowego wpływ ma sytuacja gospodarcza kraju emitenta, a także organizacja międzynarodowego systemu walutowego. Podczas spotkania wyznaczono parytety wszystkich walut do złota, a dolar stał się pośrednikiem pomiędzy innymi walutami a złotem. Wymienialność dolara na złoto została ograniczona do sytuacji, w których stronami były banki centralne lub rządy krajów członkowskich<sup>77</sup>.

Przyjmując cenę 35 dolarów amerykańskich za jedną uncję złota, parytet funta brytyjskiego kształtował się na poziomie 12,5 funtów za uncję złota. Łatwo obliczyć, że w wyniku tej zależności jeden funt brytyjski stanowił 2,8 dolara amerykańskiego. Choć wydawać się może, że taki sposób wyznaczania kursów walutowych niewiele różnił się od stosowanego w systemie waluty złotej, to istnieje między tymi metodami jedna istotna różnica. W przeciwieństwie do systemu waluty złotej w systemie dolarowo - złotym dopuszczano wahania kursu parytetowego w stosunku do dolara na poziomie  $\pm 1\%$ . Korytarz wahań dla krajów Beneluxu był węższy, jednak nadal dopuszczał wahania w granicach  $\pm 0,75\%$ <sup>78</sup>. Dopuszczano także możliwość niewielkich regulacji<sup>79</sup>. Jednostką uprawnioną do takich działań był narodowy bank centralny i miał dopuszczać się ich jedynie w sytuacjach, gdy takie regulacje były niezbędne. Zazwyczaj odbywało się to w porozumieniu z Międzynarodowym Funduszem Walutowym. Możliwość oddziaływania na kurs przez banki centralne pozwalała uniknąć deflacji czy gwałtownego wzrostu bezrobocia. Bank centralny czuwał nad sytuacją na rynkach walutowych i zapobiegał

---

<sup>77</sup> Mishkin F.S., *Ekonomika...*, Op.cit., s. 637.

<sup>78</sup> Blanchard O., *Makroekonomia*, Op. cit., s. 952.

<sup>79</sup> Samuelson P.A., Nordhaus W.D. *Ekonomia*, Op. cit., s. 564.

katastrofom poprzez zacieranie międzynarodowych różnic za pomocą zmiany kursu. Dzięki temu rozwiązanie to miało szansę przetrwać lata.

Warto wrócić do faktu, iż podczas konferencji w Bretton Woods rozważano dwa plany, według których miał zostać zorganizowany powojenny porządek w międzynarodowym systemie walutowym. Były to plany J.M. Keynesa i plan H.D. White'a. Pierwszy z nich proponował utworzenie symetrycznego systemu walutowego, opartego na wspólnej dla państw członkowskich nowo powstałej walucie nazwanej bankorem, która dysponowana byłaby proporcjonalnie do potrzeb podyktowanych poziomem rezerw monetarnych gospodarki światowej. Powstanie wspólnej waluty miało być efektem utworzenia unii clearingowej jako centrum finansowego gospodarki światowej. W planie tym nie dolar, a bankor miał pełnić funkcję aktywa rezerwowego, co szerzej opisałam w rozdziale I rozprawy. Mylnie można określić plan J.M. Keynesa jako wolny od wpływów i niezależny. Niestety plan ten nie tylko ignorował nie dającą się pominąć w tamtym okresie dominację Stanów Zjednoczonych na rynku światowym, ale także reprezentował interesy Wielkiej Brytanii. Pod osłoną powstania niezależnej od żadnego kraju waluty bankora, kryła się próba przywrócenia i umocnienia istotnej pozycji Wielkiej Brytanii w finansach międzynarodowych, która wg planu J.M. Keynesa, wraz z podległą jej strefą szterlinga miała mieć o 18% więcej głosów, niż taka potęga gospodarcza jak USA.

Trudno się dziwić, że koncepcja przyjęta w Bretton Woods była bliższa bardziej rynkowemu podejściu do kształtowania nowego systemu walutowego zaproponowanemu w planie H.D. White'a. Plan ten oparty był na złocie i dolarze i zakładał powstanie funduszu, który miał za zadanie stabilizowanie i finansowanie deficytów płatniczych krajów, które takiej pomocy potrzebowały. Plan White'a reprezentował interesy USA nie ze względu na przyjęcie odmiennej koncepcji ekonomicznej niż J.M. Keynes. Koncepcja ekonomiczna w zasadzie była taka sama. Poglądy H.D. White'a były po prostu w bardziej realny sposób osadzone w ówczesnej rzeczywistości. Jego celem było stworzenie systemu, który prowadził do multilateralizacji rozliczeń i stosunków pomiędzy krajami członkowskimi, szczególnie w tak trudnym okresie w jakim znajdowała się gospodarka światowa, a także do wzajemnej wymiennalności walut. J.M. Keynes popierał natomiast

system bilateralny, który byłby nieodzownie uzależniony od dwóch państw założycieli, jakimi miały zostać Wielka Brytania i USA<sup>80</sup>.

W Bretton Woods zaakceptowano system oparty na dolarze i jak już wcześniej miałam okazję wspomnieć, w roli centralnej instytucji kontrolno-zarządczej obsadzono Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który miał pełnić następujące funkcje: regulacyjną, kredytową, konsultacyjną i kontrolną.

Wypełnianie funkcji regulacyjnej polegało na ustalaniu wzorców i ustanawianiu norm, jakie mają obowiązywać w międzynarodowych stosunkach gospodarczych. Gdy MFW udziela pożyczek wymagającym tego krajom członkowskim, spełnia funkcję kredytową. Pełnienie funkcji konsultacyjnej to nic innego jak wspieranie krajów poprzez wymianę doświadczeń i pomoc merytoryczną w problemach natury gospodarczej. Bardzo ważną funkcją, jest funkcja kontrolna, która pozwala Międzynarodowemu Funduszowi kontrolować działanie programów dostosowawczych oraz nadzorować wydatkowanie pożyczonych środków.

Choć II wojna światowa zrujnowała gospodarkę wielu krajów, to akurat gospodarka Stanów Zjednoczonych była właściwie nienaruszona. Fakt ten można traktować jako kolejny powód ustanowienia dolara amerykańskiego jako waluty kluczowej. Gospodarka USA była gotowa na udzielenie pomocy wielu krajom w tamtym okresie. Dolar był zatem bezkonkurencyjny. Nie tylko obrót handlowy i finansowy w większości przypadków odbywał się w tej walucie, ale również był to środek akumulacji rezerw państwowych a także prywatnych. Dolar charakteryzował się stabilnością, był wymienny i powszechnie akceptowany, w konsekwencji czego w okresie ogromnego dynamicznego wzrostu gospodarczego oraz okresu, w którym dobrobyt społeczeństw wzrastał, stał się walutą światową. Powstał zatem system waluty dolarowej<sup>81</sup>.

Niedługo po tym kraje leżące w obszarze Azji Wschodniej oraz zachodnia część Europy poprawiły swoją sytuację gospodarczą i już w okresie lat pięćdziesiątych dwudziestego wieku poziom rezerw dewizowych był na tyle zadowalający, że zaistniała możliwość wprowadzenia wymiennalności wzajemnej walut krajowych. Bariery handlowe krajów, w których przemysł był dobrze rozwinięty powoli stawały się mniej wyraźne, a z czasem państwa te wprowadzały pełną wymiennalność walut krajowych.

---

<sup>80</sup> Boughton J.M., *Why...*, Op. cit., s. 11.

<sup>81</sup> Samuelson P.A., Nordhaus W.D. *Ekonomia...*, Op. cit., s. 547.

Nadwyżka w handlu międzynarodowym USA malała z uwagi na coraz to większą konkurencyjność towarów eksportowanych z Europy Zachodniej. W zamian w Stanach Zjednoczonych powolnie narastał deficyt płatniczy, a waluta nabierała cech nadwartościowej. Firmy amerykańskie coraz częściej uciekały się do inwestowania za granicą, rząd USA natomiast skupiał się głównie na budowie baz wojskowych poza granicami kraju.

Deficyt w bilansie płatniczym USA był w tamtym okresie właściwie niezbędny. Gospodarki narodowe rozwijały się w ogromnym tempie i wymagały ciągłego przyrostu finansowej płynności międzynarodowej. Kraje z poza obszaru Stanów Zjednoczonych gromadziły coraz to większe zasoby dolarów amerykańskich, a co za tym idzie emisja dolarów rosła, dzięki czemu zwiększanie międzynarodowych rezerw było możliwe. Nie trudno domyślić się, że produkcja złota nie miała szans nadążyć za zapotrzebowaniem rosnącym w takim tempie. Deficyt płatniczy Stanów Zjednoczonych rósł, a pieniądze nie miały już bezpośredniego pokrycia w złocie. Pojawiła się potencjalnie niebezpieczna dysproporcja pomiędzy rzeczywistymi zasobami złota w amerykańskich skarbcach, a ilością papierowej waluty zgromadzonej poza granicami kraju. A przecież system ten opierał się na zasadzie gdzie, w przypadku gdy rządy lub banki centralne krajów zewnętrznych zażądałyby wymiany swoich dolarów amerykańskich na złoto, miało być to wykonalne, a już w latach sześćdziesiątych dwudziestego wieku stało się wątpliwe.

Dewaluacja dolara stała się coraz bardziej spodziewana z przyczyn politycznych. Taki zabieg poprawiłby wynik bilansu płatniczego, jednak wiązało się to z utratą, a przynajmniej ze zmniejszeniem zaufania do powszechnie uznanej waluty. Nie trudno się domyślić, że w konsekwencji tego stanu rzeczy, w obawie o stabilność pozycji swoich rezerw, część krajów zdecydowała się na wymianę dolarów na złoto. Ponieważ środowisko w jakim znajdowała się ówczesna gospodarka światowa sprzyjało zjawisku spekulacji, w 1961 roku 8 najbardziej znaczących gospodarek narodowych podjęło decyzję o utworzeniu tzw. puli złota. Jak wszystkie działania podejmowane w tamtym okresie, przynajmniej na etapie planowania, miało to posłużyć stabilizacji rynku złota. Nie tylko gospodarka Stanów Zjednoczonych odczuwała powstałą dysproporcję pomiędzy zasobami złota, a zwiększeniem rezerw dolarowych. Wewnętrzny obieg pieniądza krajów należących do systemu był wyraźnie zagrożony. Za każdym razem gdy sytuacja na rynku dewizowym wymagała zakupu większej ilości dolarów amerykańskich,

więzało się to ze wzrostem emisji waluty krajowej. Sytuacja finansowa wielu państw była mocno związana ze stanem bilansu płatniczego USA.

Dominacja dolara na rynku światowym przestała budzić pozytywne emocje. Rządy krajów całego świata coraz bardziej skłaniały się ku znalezieniu nowego rozwiązania, które uwolniłoby gospodarkę światową od uciążliwości, jakie powstały na przestrzeni lat funkcjonowania takiego systemu. Zaufanie do dolara amerykańskiego jako waluty światowej z roku na rok malało. W skutek czego w 1967r. Międzynarodowy Fundusz Walutowy wykreował zupełnie nową międzynarodową jednostkę walutową, będącą jednocześnie kluczowym elementem tej pracy. Powstały tzw. Specjalne Prawa Ciągnięcia (Special Drawing Rights) w skrócie nazywane SDR, które przetrwały aż po dzisiejszy dzień. Moment powstania Specjalnych Praw Ciągnięcia, może nie był rewolucyjny dla międzynarodowego systemu walutowego, ale na pewno był bardzo istotny. SDR stały się nowym składnikiem rezerw. Choć nie istniała możliwość wymiany Specjalnych Praw Ciągnięcia na złoto, to w razie zaistnienia konieczności kreowano właściwą dla zaspokojenia potrzeb ilość, za pomocą której zwiększano i zwiększa się do dziś międzynarodowe rezerwy środków płatniczych. Środki te są następnie rozdysponowane pomiędzy państwa należące do systemu, a ich podział określany jest zgodnie z wielkością ich udziału w Międzynarodowym Funduszu Walutowym.

Niestety w latach siedemdziesiątych XX w. deficyt płatniczy Stanów Zjednoczonych wciąż pogłębiał się i towarzyszyły mu ogromne napływy dolarów do banków zagranicznych. Nadzieje na to, że Specjalne Prawa Ciągnięcia zrównoważą sytuację w jakiej znajdował się ówczesnie bilans płatniczy USA zostały pogrzebane. Nie tylko rządy państw członkowskich ale i podmioty prywatne traciły zaufanie do dotychczas funkcjonującego systemu. Podwyższono stopy procentowe w Niemczech i nieoficjalnie dostosowano przepisy krajowe związane z procesem wymiany marki niemieckiej na złoto tak, by można bezpiecznie wymienić dużą część dolarów amerykańskich na marki niemieckie<sup>82</sup>. Narastała fala spekulacji. Na horyzoncie nie było widać akceptowalnej metody, która pozwoliłaby to zatrzymać. Rozmiar płynnych sald dolarowych osiągnął takie wielkości, że utrzymanie kursów walutowych właściwych dla ustalonych parytetów urzędowych było już poza zasięgiem krajów należących do systemu. Stany Zjednoczone musiały zareagować.

---

<sup>82</sup> Blanchard O., *Makroekonomia...*, Op. cit., s. 952.

Z krytyką systemu Bretton Woods wiąże się dylemat Triffina (paradoks Triffina) dotyczący konfliktu interesów gospodarczych, który narasta między krótkoterminowymi celami krajowymi, a długoterminowymi celami międzynarodowymi wśród krajów, których waluty służą jako globalne waluty rezerwowe. Robert Triffin był belgijsko-amerykańskim ekonomistą, żyjącym w latach 1911-1993, który przede wszystkim zasłynął z krytyki systemu Bretton Woods oraz systemu stałych kursów walutowych. Warto wspomnieć, że zajmował stanowiska m.in. w Rezerwie Federalnej (FED), Międzynarodowym Funduszu Walutowym oraz Organizacji na rzecz Europejskiej Współpracy Gospodarczej (OEEC), będącej poprzednikiem organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD). Po powrocie z USA do Europy w latach siedemdziesiątych XX wieku, współpracował nad konstrukcją Europejskiego Systemu Monetarnego. Był krytykiem wykorzystania dolara amerykańskiego, jako waluty rezerwowej krajów innych niż Stany Zjednoczone.

Triffin był głównie zajęty problematyką zamiany dolara na złoto, zwłaszcza w obliczu faktu, że liczba dolarów w obiegu rosła znacząco szybciej niż złota. Gdy dolar przestał być bezpośrednio powiązany ze złotem, popyt na aktywa rezerwowe mógł być zaspokojony już tylko głównie przez rozszerzenie obiegu dolara w świecie, poza Stanami Zjednoczonymi<sup>83</sup>.

Obserwacja Triffina dotyczy głównie lat sześćdziesiątych XX wieku. Stwierdził on, że kraj, którego waluta jest globalną walutą rezerwową, jest pod presją zapotrzebowania na tę walutę za granicą, co w konsekwencji prowadzi do ucieczki pieniądza za granicę, prowadząc tym samym do trwałego deficytu handlowego i deficytu obrotów bieżących ogółem. Mechanizm zapotrzebowania na globalną walutę rezerwową (np. dolara amerykańskiego) zwykle przebiega w sposób następujący: waluta międzynarodowa napływa do kraju posiadającego inną walutę, przeważnie mniejszego pod względem rozmiaru gospodarki i poziomu rozwoju rynku finansowego, powodując aprecjację (systemy płynne) lub rewaluację (systemy sztywne) wartości jego waluty, po czym, po osiągnięciu zysków przez inwestorów posługujących się walutą międzynarodową, dochodzi po pewnym czasie do realizacji zysków i deprecjacji

---

<sup>83</sup> Balicki A., *Dylemat Triffina we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym*, SGH, Warszawa 2013, s. 107-116.



(systemy płynne) lub dewaluacji lokalnej (systemy sztywne, często w sposób wymuszony, w następstwie wyczerpania rezerw walutowych).

Wykorzystanie krajowej waluty, takiej jak dolar amerykański, jako globalnej waluty rezerwowej prowadzi do napięcia pomiędzy celami krajowej i globalnej polityki monetarnej. Fakt ten odzwierciedla się w ogólnej nierównowadze bilansu płatniczego, w szczególności rachunku bieżącego, ponieważ wpływ dolarów poza Stany Zjednoczone powoduje (z powodu wysokiego popytu na walutę międzynarodową, jaką jest dolar) długoterminowe osłabienie większości innych walut światowych, co tym samym prowadzi do ich przewagi w eksporcie dóbr i usług do USA, zmniejszając potencjalny import z tego kraju.

Triffin przewidywał, że w związku z wpływem dolara ze Stanów Zjednoczonych za granicę, rezerwa federalna realizowała politykę, która musiała znacznie szybciej zwiększać podaż dolara nie tylko ogółem, ale także w kraju, co w rezultacie, do 1971 roku prowadziło do znacznie szybszego wzrostu podaży dolara, niż podaży złota, która wzrastała bardzo powoli. Ustanowione w latach trzydziestych powiązanie dolara ze złotem stawało się coraz bardziej fikcją, podtrzymywaną jedynie werbalnie w formie komunikatów stosowanych wobec ludności i przedsiębiorców. Tymczasem, faktycznie dolar amerykański był pieniądzem fiducyjnym, realnie oddalającym się od bezpośredniego pokrycia w złocie. Triffin przewidywał, że system z Bretton Woods utraci ostatecznie swoją płynność i zaufanie.

W przypadku Stanów Zjednoczonych Triffin proponował rozwiązanie dylematu poprzez zmniejszenie liczby dolarów w obiegu. Zmniejszenie deficytu finansów publicznych i podniesienie stóp procentowych miało spowodować powrót dolarów do kraju. W odpowiedzi na tę koncepcję, wielu ekonomistów amerykańskich stwierdziło, że jest to przepis na recesję w Stanach Zjednoczonych.

Dylemat Triffina przede wszystkim służył ilustracji problemu dotyczącego dolara amerykańskiego jako waluty rezerwowej w systemie Bretton Woods. Już wcześniej, podobne trudności przewidywał J.M. Keynes, który proponował, jak już wspominałam w pracy, alternatywną walutę globalną o nazwie bankor. Współcześnie SDR są systemem stosunkowo bliskim idei bankora, jednakże pewne pomysły z nimi związane nie zostały wdrożone na tyle szeroko, aby zastąpić dolara amerykańskiego jako globalną dominującą walutę rezerwową.

W celu wsparcia systemu Bretton Woods oraz poszerzenia kontroli nad kursem wymiany dolara na złoto, Stany Zjednoczone zainicjowały „Londyńską Pulę Złota”, aby zbliżyć do siebie ceny złota na giełdach europejskich i amerykańskich. Jednak nie miało to większego znaczenia dla działania samego systemu, bowiem miało to raczej uspokoić inwestorów i obywateli po obu stronach Atlantyku. Ujemny bilans płatniczy na rachunku bieżącym był kosztem, który Stany Zjednoczone musiały ponieść, aby system Bretton Woods funkcjonował poprawnie.

Podsumowując, w systemie z Bretton Woods kładziono duży nacisk na równowagę salda obrotów handlowych. W latach 1947-1970 deficyt na rachunku bieżącym w USA pojawił się jedynie 3-krotnie, a gospodarka amerykańska była wzorcem rozwiniętego kraju z nadwyżkami handlowymi. W całym tym czasie stosowano walutowe kursy stałe z wąską marżą wahań  $\pm 1\%$  w stosunku do parytetu walutowego. Początkowo, korekty kursów walutowych następowały falami. Pierwsza z nich miała miejsce w 1949r., kiedy to zdevaluowano kursy większości walut krajów europejskich w stosunku do amerykańskiego dolara. W roku 1958 nastąpiła następna fala dostosowań walutowych, powiązana ze stopami inflacji. Jednocześnie MFW przygotowywał wymienialność walutową dla większości walut świata. Niestety prace posuwały się wolno i były sabotowane przez kluczowych graczy światowej gospodarki. Kolejna fala dewaluacji nadeszła w latach 1968 i 1969 i była związana z niepokojami na międzynarodowych rynkach walutowych oraz z wysoką chwiejnością funta brytyjskiego<sup>84</sup>.

Warto również wspomnieć, że w system Bretton Woods nie wkomponowano zaleceń J. M. Keynesa odnośnie do samodzielnej waluty rezerwowej, jaką w miejsce dolara amerykańskiego miałyby stać się bankor. Zwyciężyły argumenty polityczne i najważniejszą światową jednostką monetarną uczyniono dolara, którego wartość powiązano ze złotem. Złoto nie miało już jednak praktycznego znaczenia dla większości międzynarodowych transakcji finansowych. System ten stanowił również przedmiot obiekcji dla wspomnianego w pierwszym rozdziale F.A. von Hayeka, który to ów system postrzegał jako zbyt biurokratyczny i uzależniony od woli banków centralnych, z ich

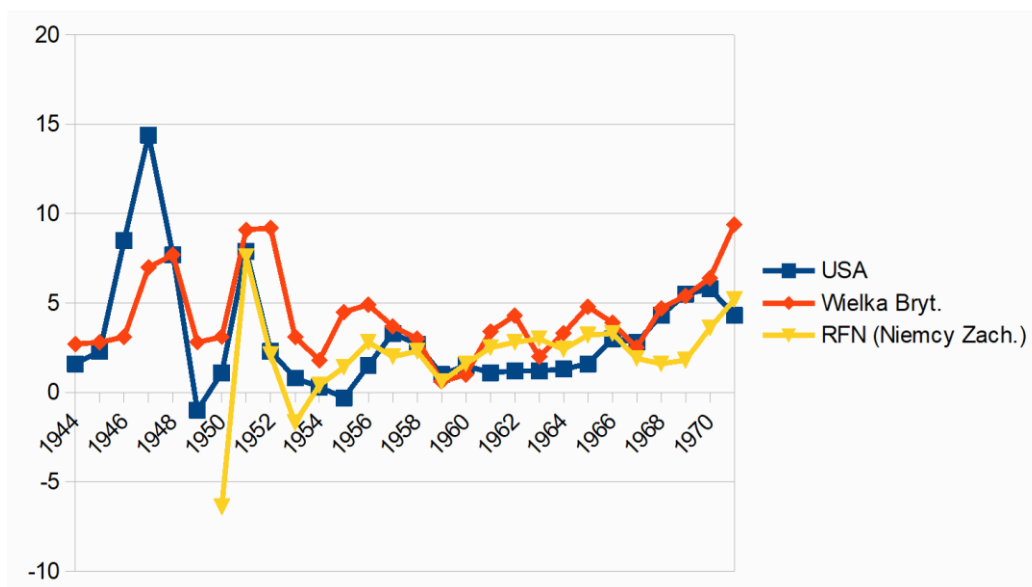
---

<sup>84</sup> Bilski J., Janicka M., Wdowiński P., Maciejczyk-Bujnowicz I. [2018] „Import kapitału a sfera realna polskiej gospodarki”, PWE, s. 87-91.

charakterystyczną monopolistyczną pozycją, utrudniającą rynkowe kształtowanie się kursów walutowych.

System dolarowo-złoty okazał się systemem, który przyczynił się do globalizacji przepływów finansowych, o czym świadczy rosnące podobieństwo wskaźników, np. wskaźników inflacji, widoczne na poniższym wykresie.

Wykres 6. Historyczne stopy inflacji Wielkiej Brytanii i USA i Niemiec 1944r.-1970r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <https://www.rateinflation.com> (dostęp 12.03.2022).  
<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/4917/umfrage/inflationsrate-in-deutschland-seit-1948/>,  
(dostęp 12.03.2022).  
<https://www.officialdata.org/uk/inflation/1900>, (dostęp 12.03.2022).  
<https://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/>, (dostęp 12.03.2022).

Konwergencja danych inflacyjnych jest widoczna w najwyższym stopniu od około 1953 roku do około 1967 roku. Według mnie, można to zinterpretować jako towarzyszący powojennemu boomowi gospodarczemu wysoki stopień zaufania do systemu opartego na powiązaniach dolara amerykańskiego ze złotem. Okres końca II wojny światowej i kilku lat po niej można uznać za zbyt bliski czasowi wojny i związany z wysokimi wydatkami na odbudowę w przypadku krajów europejskich oraz koniecznością przestawienia się amerykańskiej gospodarki z produkcji wojennej na zaspokajanie potrzeb ludności. Coraz wyższa rozbieżność (dywergencja) wskaźników inflacji po 1967 roku mogła wynikać z uświadamianego sobie przez coraz większą ilość uczestników życia gospodarczego braku związku pomiędzy wartością dolara, a jego rzeczywistą emisją i podażą. W sierpniu 1971 prezydent Stanów Zjednoczonych Nixon

zarządził zawieszenie wymienialności dolara na złoto, co oznaczało koniec systemu dolarowo-złotowego.

## **2.4. System wielodewizowy**

15 sierpnia 1971r. R. Nixon podjął nieuchronną i jednocześnie przełomową decyzję o zniesieniu wymienialności dolarów na złoto. Żadna inna waluta również nie była już wymienialna na złoto. Kilka miesięcy później (w grudniu 1971 roku) doszło także do dewaluacji dolara amerykańskiego. Było to kolejne działanie na rzecz ustabilizowania i podtrzymania i tak już wadliwego systemu.

Funkcjonowanie systemu wielodewizowego opierało się na zdywersyfikowanych rezerwach dewizowych, które są podstawą wymienialności walut krajów wysoko rozwiniętych. System ten był uważany za bardziej bezpieczny od poprzednich ze względu na to, że zmiany kursów walut mogą oddziaływać na siebie zarówno pozytywnie jak i negatywnie. Na kurs walutowy w systemie dewizowym wpływała nie tylko sytuacja ekonomiczna państwa, ale także saldo jego bilansu płatniczego i pozycja na tle innych państw. Kurs wymiany zależał m.in. od sytuacji ekonomicznej danego państwa, jego bilansu płatniczego a także od pozycji na tle innych krajów<sup>85</sup>.

W przeszłości głównym problemem systemu wielodewizowego był brak spójności pomiędzy kierunkami rozwoju polityki gospodarczej istotnych państw członkowskich. Gospodarka światowa była wówczas skoncentrowana na postępującej globalizacji i aby mogła ona przebiegać pomyślnie musiały zostać podjęte określone kroki.

Zniesienie powiązania dolara ze złotem przy utrzymaniu potęgi gospodarczej i politycznej Stanów Zjednoczonych spowodowało szereg zmian w międzynarodowym systemie walutowym. Zmiany, które wystąpiły w Europie, były ewolucyjne i nadal opierały się na wzajemnych dostosowaniach walut krajów członkowskich Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej (a w zasadzie na dostosowaniu większości walut względem marki niemieckiej), z coraz szerszym zakresem płynności. W końcu podjęto decyzję o wprowadzeniu waluty wspólnej, co nastąpiło w latach 1999-2002. Poniżej wytłumaczę, na czym polegały te zmiany oraz przedstawię najważniejsze elementy ewolucji systemu walutowego i finansowego na świecie, takie jak kryzys naftowy i wpływ cen ropy

---

<sup>85</sup> Kosztowniak A., Misztal P., Pszczółka I., Szelańska A., *Finanse i rozliczenia międzynarodowe*, Wydawnictwo C.H.Beck, Warszawa 2009, s. 135-136.

naftowej na system walutowy lat siedemdziesiątych XX wieku, procesy liberalizacji sektora finansowego w skali światowej, kryzys hiperinflacyjny i zadłużeniowy zwany „straconą dekadą” w Ameryce Łacińskiej, a także walutowe okoliczności przejścia krajów socjalistycznych do zglobalizowanej gospodarki rynkowej.

Po zawieszeniu wymienialności dolara na złoto kraje świata, głównie kraje rozwinięte, zaczęły upowszechniać za zgodą MFW kursy płynne. Mieszany, globalny system walutowy, oparty został na współwystępowaniu kursów stałych i płynnych oraz na zwiększeniu możliwości wahań w stosunku do parytetów walutowych. Taki „globalny chaos walutowy” charakteryzował cały okres pomiędzy 1971 a 1990 rokiem<sup>86</sup>.

W latach siedemdziesiątych XX wieku pojawiły się również pierwsze próby tworzenia w Europie autonomicznego obszaru walutowego. Były to początkowo nieudane próby, takie jak Plan Wenera. Plan ten próbowano wdrożyć w latach 1970-1974. Poprzedzony był on Szczytem Europejskim w Hadze (1-2 grudzień 1969) oraz memorandum Barre’a (1970), w trakcie których P. Werner został poproszony przez Radę Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej o przewodniczenie specjalnej grupie, która przygotuje system unii gospodarczej i walutowej w ciągu dekady. W następstwie tego, Werner zaprezentował 8 października 1970 roku raport, zwany Raportem Wenera, który zapowiadał przeniesienie odpowiedzialności za politykę monetarną z krajów członkowskich na rzecz Wspólnoty Europejskiej. Raport zapowiadał na lata 1971-1974 wprowadzenie wspólnej polityki monetarnej koordynowanej jeszcze na szczeblu państw członkowskich, ale ustalonej wspólnie, a następnie po 1975 roku przejście do reżimu niewielkich wahań („węża walutowego”) między walutami krajów członkowskich ówczesnej szóstki krajów EWG (Belgia, Holandia, Luksemburg, Francja, Włochy, RFN) z wyłączeniem wstępującej wtedy do struktur europejskich Wielkiej Brytanii. Cały proces miał być koordynowany poprzez założony w 1973 roku Fundusz Europejskiej Współpracy Walutowej (EMCF). Trzecim krokiem miało być wejście w etap unii walutowej i wspólnej waluty, które miało nastąpić już w 1979 roku, jednakże uniemożliwiły to szoki naftowe lat siedemdziesiątych, które zdeorganizowały krajowe gospodarki i zwiększyły różnice w stopach inflacji, przez co Plan Wenera został

---

<sup>86</sup> Bilski J., Janicka M., Wdowiński P., Maciejczyk-Bujnowicz I. *Import...*, Op. cit., s. 95.

odłożony ad acta, a cały proces europejskiej integracji walutowej znacząco wydłużony w czasie<sup>87</sup>.

Upadek systemu z Bretton Woods wyznaczył przede wszystkim nadejście nowego okresu, cechującego się nieustannością zmian w kontekście liberalizacji przepływów finansowych. Typowym zjawiskiem stały się kursy płynne, duże wahania na rynkach walutowych oraz powiększenie się nierównowag globalnych. Według części badaczy, oznacza to, że powstał quasi-system, choć zdania ekonomistów zajmujących się tym tematem są podzielone<sup>88</sup>. W związku z tym nierozstrzygnięte pozostaje również pytanie, czy tym samym doszło do integracji czy też dezintegracji międzynarodowego systemu walutowego.

## **2.5. Współczesny system walutowy (zmiany po 2000 roku)**

Wedle niektórych, współczesny system walutowy określić można jako połączenie zmodyfikowanego systemu z Bretton Woods, systemu wielodewizowego i systemu z Kingston, z których najbardziej ważny jest ostatni. Istotą tego systemu są reformy przyjęte po konferencji w Kingston na Jamajce w 1976 roku i dołączone w kwietniu 1978 roku jako druga poprawka do Statutu MFW, zakładające<sup>89</sup>:

- a) zniesienie zasady stałych kursów walutowych,
- b) swobodę wyboru przez kraje członkowskie reguł kursowych,
- c) obowiązek prowadzenia przez państwa członkowskie polityki kursowej zgodnej z celami MFW i w zgodzie z celami tej organizacji;
- d) zobowiązanie się do tego, aby raz przyjęte reguły kursowe były przestrzegane, a ich zmiana winna być zatwierdzona przez MFW,
- e) likwidację obowiązku ustalania parytetów walut krajowych w złocie, zakaz jakiegokolwiek odnoszenia tychże walut do złota oraz rezygnację z urzędowego ustalania cen złota
- f) założenie, że SDR będzie stanowić główną część rezerw walutowych

---

<sup>87</sup> Danescu E., *The Werner Report – drafting and attempts at implementation (1970-1974)*, CVCE <https://www.cvce.eu/en/education/unit-content/-/unit/d1cfaf4d-8b5c-4334-ac1d-0438f4a0d617/5977e199-4004-4b78-bafe-7188a0fd72a6>, 2016, (dostęp 19.07.2020).

<sup>88</sup> Eichengreen B., Sussman N., *International Monetary System in the (Very) Long Run*, IMF Working Paper, no.43, IMF 2020, s. 3.

<sup>89</sup> Żuchowska D., *Ewolucja współczesnego międzynarodowego systemu walutowego – integracja czy dezintegracja?*, kwartalnik „Ekonomia i Prawo”, Tom X, nr 3/2012, kwartalnik „Ekonomia i Prawo” 2012, s. 14.

g) zobowiązanie krajów członkowskich do prowadzenia polityki gospodarczej i finansowej zmierzającej do osiągnięcia stabilizacji wewnętrznej i zewnętrznej.

Najistotniejszym i przełomowym punktem spośród powyższych było wprowadzenie nowego międzynarodowego pieniądza bezgotówkowego, jakim jest właśnie SDR. W budowanym nowym post-brettonowskim systemie SDR zmienił swą wartość z 1/35 uncji złota na relację wywodzącą się z koszyka walut<sup>90</sup>.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy wypracował również zasady (Guidelines), które miały pełnić funkcję pomocniczą w regulowaniu kursu, przeciwdziałaniu zakłóceniom rynku z powodu dużego napływu pieniądza, a także zobowiązały kraje członkowskie do dostarczania informacji na temat własnej polityki gospodarczej i walutowej<sup>91</sup>.

Powyższe zasady pozwoliły więc wykształcić różne systemy kursów walutowych. Były one na tyle różnorodne, że na ich podstawie wyróżniono w 1982 roku przez MFW następujące klasy rozwiązań odnośnie polityki kursowej<sup>92</sup>:

- a) powiązanie kursu waluty z kursem jednej waluty;
- b) powiązanie kursu walut z koszykiem walut;
- c) kurs płynny kierowany;
- d) kursy płynne kształtowane rynkowo;
- e) współpracę (unie walutowe).

Przedstawiona charakterystyka z czasem nie nadążała za coraz większym różnicowaniem rozwiązań kursowych, zwłaszcza pośrednich, wobec czego w 1999 roku MFW wprowadził nową klasyfikację, biorąc pod uwagę takie kryteria, jak elastyczność kursu, metodę definiowania wartości walut, jawność polityki walutowej oraz stopień niezależności polityki monetarnej. Klasyfikacja ta obejmowała osiem mechanizmów kursowych, zamieszczonych w poniższej tabeli.

---

<sup>90</sup> Clark P.B., Polak J.J., *International Liquidity and the Role of SDR in International Monetary System*, WP/02/217, IMF Working Paper, IMF, Waszyngton 2002, s. 3.

<sup>91</sup> Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, PWN, Warszawa 2007, s. 129-131.

<sup>92</sup> Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2001, s. 170-171.

Tabela 8. Klasyfikacja mechanizmów kursowych.

<b>Polska nazwa mechanizmu</b>	<b>Angielska nazwa mechanizmu</b>	<b>Typ kursu (sztywny, pośredni, płynny)</b>
Porozumienie walutowe wykluczające istnienie pieniądza krajowego	Exchange arrangements with no separate legal tender	Kurs sztywny
Izba walutowa	Currency board (arrangement)	Kurs sztywny
Konwencjonalne stałe kursy walutowe	Conventional fixed pegged arrangement	Kurs sztywny
Kursy stałe z marżami wahań	Pegged exchange rate within horizontal bands	Kurs sztywny lub pośredni (o ile marża wahań przekracza 1%)
Pełzający parytet	Crawling peg	Kurs pośredni
Pełzające pasmo wahań	Crawling band	Kurs pośredni
Kurs płynny kierowany bez określonej z góry wysokości kursu	Managed floating with no predetermined path for the exchange rate	Kurs płynny
Kurs płynny niezależny	Independently flowing	Kurs płynny

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Żuchowska D., „Ewolucja ...”, s. 16 oraz International Monetary Fund, *Annual Report On Exchange Restriction*, IMF, Waszyngton 2003.

Grupując poszczególne kursy krajowe wedle trzech zasadniczych typów (kurs sztywny, kurs pośredni, kurs płynny), do których przyporządkowano bardziej szczegółowe rodzaje kursów, w latach 1980-1999 coraz większą część międzynarodowego porządku walutowego obejmowały kursy płynne. Ich udział zwiększył się z 8,7% w latach 1980-1989 do 23,3% w latach 1990-1999, biorąc pod uwagę klasyfikację de iure, oraz z poziomu 3,9% do 13,2% de facto, biorąc pod uwagę te same okresy<sup>93</sup>.

W latach 2000-2007, a więc tuż przed światowym kryzysem finansowym, udział kursów płynnych na świecie wzrósł jeszcze do poziomu 25,8% de iure i 17,2% de facto,

<sup>93</sup> Gosh A.R., Ostry J.D., Tsangarides Ch., *Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System*, Occasional Paper no. 270, IMF, Waszyngton 2010, s. 38.



ale znacznie ciekawsze zmiany można było dostrzec w przemianach kursów sztywnych i pośrednich. O ile kursy sztywne de iure zmniejszyły swój udział z 39,2% w latach osiemdziesiątych XX wieku do 30,8% (podobne tendencje de facto), to już w latach 2000-2007 udział kursów sztywnych ponownie wzrósł do 46,2%. Podstawową przyczyną było przede wszystkim wprowadzenie euro do obiegu przez dwanaście krajów ówczesnej Unii Europejskiej<sup>94</sup>.

Kolejne zmiany, które wystąpiły we współczesnym postbrettonowskim systemie walutowym, są związane ze zmianami w strukturze rezerw dewizowych. Pierwszym ich zwiastunem było znaczące osłabienie złota, jako formy rezerwy walutowej i zajęcie przez nie pośledniego miejsca.

Drugą istotną zmianą, która nastąpiła było zwiększenie roli dolara amerykańskiego jako formy aktywa stanowiącego rezerwę. Przejściowo, choć w znacznie mniejszym stopniu, proces ten objął kilka europejskich walut (funt brytyjski, marka niemiecka i frank francuski) oraz europejską jednostkę rozliczeniową ECU, poprzedniczkę euro. Zmiany w oficjalnych rezerwach walutowych są przedstawione w poniższej tabeli.

Tabela 9. Zmiany w oficjalnych rezerwach walutowych.

<b>Typy rezerw</b>	<b>1991</b>	<b>1995</b>	<b>1999</b>	<b>2003</b>	<b>2007</b>	<b>2011</b>
<b>złoto</b>	25,6	19,3	13,0	10,8	9,5	11,1
<b>SDR</b>	2,3	1,6	1,2	1,0	0,4	2,7
<b>Pozycje rezerwowe w MFW</b>	2,9	2,9	3,5	3,0	2,1	0,8
<b>Waluty zagraniczne</b>	69,2	76,2	82,3	85,2	89,8	85,1
<b>łącznie</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie IMF *Annual Report* (wybrane roczniki) oraz <https://www.bnm.gov.my/>, (dostęp 15.06.2022).

<sup>94</sup> Tamże., s. 39.

W ostatnim trzydziestoleciu można zatem zaobserwować wyraźną tendencję wzrostową charakteryzującą udział walut zagranicznych w rezerwach. Ta forma alokacji zwiększyła swój udział od niecałych 70% do około 90%, choć w ostatnich latach nieco oddaliła się w dół od maksimum. Nieznacznie poprawiła się też pozycja złota oraz w rezultacie emisji z 2009 roku skokowo wzrósł udział SDR w rezerwach. Ciągłe są to jednak wielkości porównywalne do połowy lat pięćdziesiątych, więc nie można mówić o postępie w zakresie rozpowszechnienia SDR jako przyszłej powszechnej waluty rezerwowej.

Naczelnymi cechami systemu, który zaczął powstawać w latach pięćdziesiątych XX wieku był jego eklektyczny charakter, silna dywersyfikacja, wielokierunkowość i niejednorodność. Można rzec, że system ten stanowi odejście zarówno od idei wyrażanych przez White'a, jak i Hayeka, czy Keynesa. Kluczowymi trendami ostatnich 20-25 lat są:

- odchodzenie od kursów sztywnych,
- wzrost liczby krajów z reżimami kursów płynnych,
- relatywnie niewielkie zmiany liczby krajów z reżimami pośrednimi
- wzrost liczby krajów wchodzących w skład unii walutowych lub przyjmujących jedną z walut dominujących na świecie.

Tendencja do unifikacji walutowej była w szczególności widoczna w Europie. Tak zwana strefa euro obejmowała 19 krajów, nadzorowanych przez Europejski Bank Centralny, co zapewne spotkałoby się z pewnym poparciem Keynesa, który to projektował wspomnianego już bankora – mającego pełnić funkcję naczelnego pieniądza światowego<sup>95</sup>.

Znaczące różnice wynikają między innymi ze zmian układu sił w geopolityce, takich jak upadek ZSRR i Bloku Wschodniego oraz ze zmiany roli Chin. Doszło również do rozwiązania problemów zadłużeniowych i inflacyjnych krajów Ameryki Łacińskiej oraz innych krajów (także Polski). Jednakże lata pięćdziesiąte XX wieku były czasem licznych kryzysów finansowych, w tym walutowych. Warto przypomnieć o kryzysach w takich krajach i regionach, jak Meksyk (1995), Azja Południowo-Wschodnia

---

<sup>95</sup> Bilski J., Janicka M., Wdowiński M., Maciejczyk-Bujnowicz I., *Import...*, Op. cit., s. 110-135.

(1997), Rosja i Brazylia (1998) oraz Argentyna (2001). Wszystkie te kryzysy zmniejszyły znaczenie kursów stałych i zachęciły do przechodzenia do systemów kursów pośrednich i płynnych.

Na świecie zachodzą zmiany kursów walutowych, coraz częściej kurs płynny zastępuje kurs stały, choć pojawiają się również inne tendencje. Szeroką tendencją, choć widoczną przede wszystkim w Europie, jest tendencja do integracji walutowej. Odbывała się ona głównie poprzez stworzenie i rozszerzanie strefy krajów, gdzie wyłączną walutą jest euro. W innych regionach świata następuje natomiast dolaryzacja. Dotyczy ona niektórych krajów, takich jak Ekwador, Salwador, Panama. Wprowadzane są również nowoczesne środki płatnicze, takie jak np. bitcoin (dot. Salwadoru).

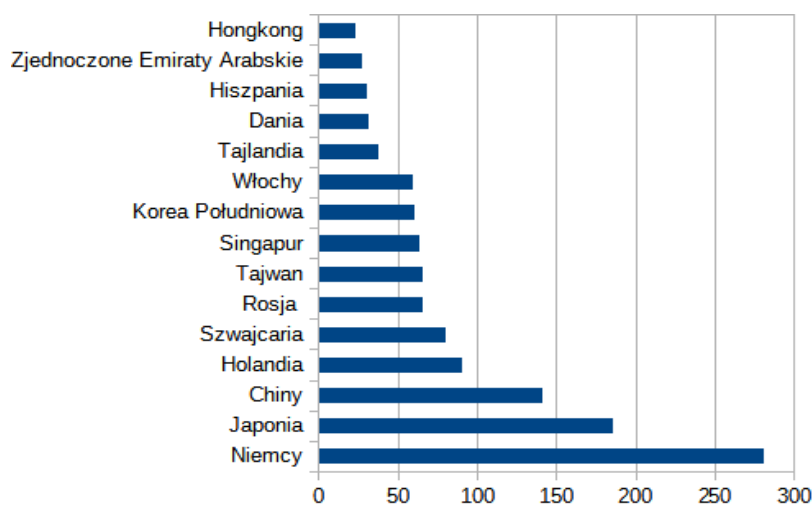
Jak zauważa J. Bogołębska, stałą charakterystyką obrazu współczesnego systemu walutowego jest ogromna akumulacja rezerw finansowych, w istotnym stopniu wpływająca zarówno na kształtowanie krajowych sald płatniczych, jak i na stopień nierównowagi globalnej<sup>96</sup>.

We współczesnym świecie mamy bowiem do czynienia z potężnymi nadwyżkami w krajach azjatyckich (Chiny, Japonia, ASEAN, niektóre kraje Płw. Arabskiego, czasem Rosja) oraz stałym i wysokim ujemnym saldem Stanów Zjednoczonych, co tworzy stałą nierównowagę w światowych przepływach finansowych. Widzimy to na poniższym wykresie.

---

<sup>96</sup> Bogołębska J., *Akumulacja rezerw walutowych jako determinanta nierównowagi na rachunku obrotów bieżących*, *International Business and Global Economy*, no. 32, 2013, s. 40.

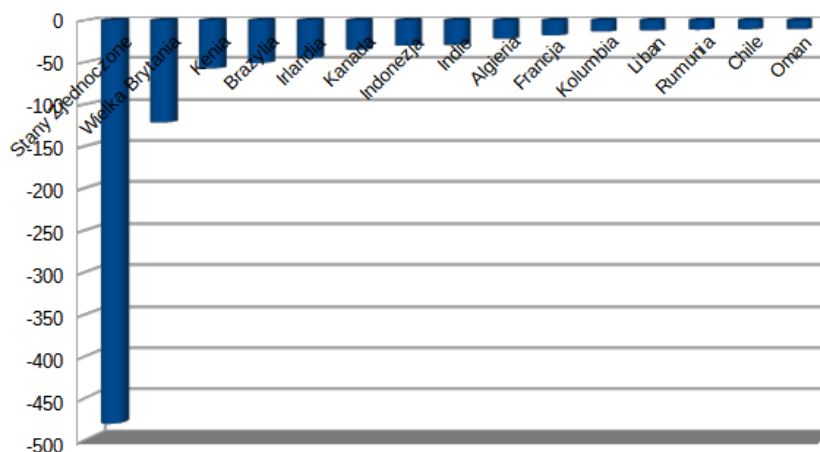
Wykres 7. Saldo bilansu płatniczego w 2021 roku w USD, najwyższe nadwyżki.



Źródło: <https://www.cia.gov/the-world-factbook/field/current-account-balance/country-comparison>  
(dostęp 23.03.2022)

Największymi nadwyżkami w zakresie bieżącego salda płatniczego charakteryzują się kraje słynące ze swojej proeksportowej polityki w skali świata, tj. Niemcy, Japonia i Chiny. Wysokie jest również miejsce kluczowych krajów pośredniczących w przepływach finansowych i towarowych, tj. Holandii, Szwajcarii i Singapuru. Znaczące nadwyżki posiadają zatem głównie kraje Azji Wschodniej i Europy oraz niektóre typowe kraje surowcowe, jak Rosja i Zjednoczone Emiraty Arabskie. Poniżej znajduje się natomiast wykres obrazujący kraje z najbardziej ujemnymi saldami na rachunku bieżącym (mld USD).

Wykres 8. Saldo bilansu płatniczego w 2021 roku w USD, najwyższe salda ujemne.



Źródło: <https://www.cia.gov/the-world-factbook/field/current-account-balance/country-comparison>

Na wykresie można zauważyć, iż najbardziej ujemne saldo na rachunku obrotów bieżących posiadają dwa kraje anglosaskie – Stany Zjednoczone i Wielka Brytania – jednocześnie dwa najważniejsze ośrodki finansów międzynarodowych na świecie. Co zadziwiające, wysoko w tym zestawieniu nierównowagi bilansu płatniczego znalazła się Kenia, kraj afrykański o niezbyt rozwiniętej gospodarce. Wysoko na liście znajdują się jeszcze dwa kraje, w których językiem urzędowym jest angielski – Kanada i Irlandia – naśladujące typem gospodarki dwa czołowe państwa anglosaskie. Są to kraje z kursem płynnym, o dużej liberalizacji sektora finansowego. Spośród rynków wschodzących, największe ujemne saldo bilansu płatniczego posiada Brazylia.

Dane z wykresów potwierdzają wpływ akumulacji rezerw walutowych na kształtowanie się sald na rachunku obrotów bieżących, zarówno na poziomach krajowych, jak i w skali globalnej. Dane te umożliwiają także zbadanie zagadnienia preferencji kraju odnośnie do akumulacji rezerw walutowych oraz polityki kursu walutowego<sup>97</sup>.

W artykule pojawia się teza o intencjonalnej polityce niektórych krajów kumulowania olbrzymich rezerw walutowych oraz narastania w ten sposób nierównowag globalnych, co przyczynia się do tego, że SDR może być wciąż atrakcyjnym rozwiązaniem dla ograniczenia tych akumulacji i nierównowag. Głównym powodem tych nierównowag jest istnienie silnej akumulacji rezerw w krajach Azji-Pacyfiku, Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej. W szczególności kraje Azji Wschodniej tworzą najwyższe rezerwy, co uważane jest za działanie nadmiernie ostrożnościowe<sup>98</sup>.

Dużo mniejsze znaczenie ma natomiast umiarkowana akumulacja rezerw stosowana przez kraje Europy Środkowo-Wschodniej, kraje byłego ZSRR czy Ameryki Łacińskiej.

W przeciwieństwie do krajów rozwijających się i emerging markets, kraje centrum dysponują najważniejszymi światowymi walutami i są dysponentami pieniądza

---

<sup>97</sup> Bogołębska J., red. Baładynowicz-Panfil K., *Akumulacja rezerw walutowych jako determinanta nierównowagi na rachunku obrotów bieżących*, International Business and Global Economy, no. 32, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2013 s. 41.

<sup>98</sup> Park D., Estrada G.B., *Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive ? An Empirical Examination*, Asian Development Bank, No. 170, 2009, s. 14-24.

globalnego, wobec czego nie są zmuszone do tak czynnego gromadzenia rezerw, które miałyby znaczenie z punktu widzenia reagowania na kryzysy finansowe.

Aktywna polityka monetarna wpływa na to, że przepływy oficjalnego kapitału netto determinują saldo na rachunku bieżącym – J.Gagnon, ekonomista z Instytutu Petersona, określa to zewnętrzną polityką finansową<sup>99</sup> – w wielu krajach, zarówno o rozbudowanym przemyśle przetwórczym (Azja Wschodnia), jak i w krajach typowo surowcowych prowadzi się politykę niedopuszczania do znaczącej aprecjacji krajowej waluty poprzez gromadzenie potężnych rezerw, czasami mających postać państwowych funduszy majątkowych (Sovereign Wealth Funds)<sup>100</sup>. Fundusze tego typu istnieją np. w Norwegii, Rosji, Zjednoczonych Emiratach Arabskich, Arabii Saudyjskiej, Katarze, Botswanie, Singapurze czy w Chile (fundusz miedziowy).

Państwowe Fundusze Majątkowe, podobnie jak oficjalne rezerwy walutowe, są inwestycją zarówno krajów rozwijających się, jak i rynków wschodzących na rozwiniętych rynkach finansowych. Tym samym są oznaką odpływu kapitału z krajów rozwijających się do krajów rozwiniętych. Niestety, wpływa to na pogłębianie się nierównowag globalnych i prowadzi do licznych kryzysów finansowych<sup>101</sup>.

Tabela 10. Największe fundusze majątkowe.

Nazwa funduszu (angielska)	Kraj pochodzenia	Wielkość w mld USD (stan: 31 styczeń 2022)
Norges Bank Investment Management	Norwegia	1332
China Investment Corporation	Chiny	1222
Abu Dhabi Investment Authority	Zjednoczone Emiraty Arabskie (emirat Abu Dhabi)	829
State Administration of Foreign Exchanges	Chiny	817

<sup>99</sup> Gagnon J., *Global imbalances and foreign asset expansion by developing-economy central banks*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper, Waszyngton 2012.

<sup>100</sup> Bogołębska J., *Nierównowagi...*, Op.cit., s. 119-120.

<sup>101</sup> Alberola E., Serena J. *Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, *Economic Notes by Banca dei Paschi di Siena*, vol. 37, no. 3, 2008.

Government of Singapore Investment Corporation	Singapur	744
Kuwait investment Authority	Kuwejt	693
Hongkong Monetary Authority	Hongkong (Specjalny Rejon Autonomiczny)	520
Public Investment Fund	Arabia Saudyjska	480
National Council for Social Security Fund	Chiny	452
Qatar Investment Authority	Katar	366
Investment Corporation of Dubai	Zjednoczone Emiraty Arabskiej (emirat Dubaj)	325
Temasek	Singapur	283
Mubadala	Zjednoczone Emiraty Arabskie	243
Korea Investment Corporation	Korea Południowa	201
National Wealth Fund	Rosja	185

Źródło: <https://www.statista.com/statistics/276617/sovereign-wealth-funds-worldwide-based-on-assets-under-management/> (dostęp 23.03.2022).

Azjatyckie kraje nadwyżkowe powinny dążyć do uelastycznienia reżimów kursowych. Gdyby były bardziej rynkowo ukierunkowane (tj. płynne), to dzięki aprecjacji ich walut, można by zredukować ich nadwyżki na rachunkach bilansu bieżącego i wesprzeć zredukowanie nierównowag w skali globalnej<sup>102</sup>.

Polityka akumulacji rezerw posiada jednakże swoje rozliczne minusy, takie jak utrudnione prowadzenie polityki pieniężnej, prowadzące do proinflacyjnej polityki tworzenia się baniek na rynkach aktywów, zwłaszcza nieruchomości. Ponadto, prowadzi ona do segmentacji rynku długu publicznego, a długookresowo, poprzez politykę sterylizacji pieniądza, także do „efektu kuli śnieżnej”, wywołującego wzrost stóp procentowych i dalszej sterylizacji pieniądza. Mówi się niekiedy, iż w długim okresie

<sup>102</sup> Bogołębska J., red. Baładynowicz-Panfil K., *Akumulacja...*, Op.cit., s. 43.

akumulacja rezerw przyczynia się do utraty kontroli nad celami krajowej polityki pieniężnej. Taka polityka ma rozliczne wady, nie tylko na poziomie globalnym, lecz także na poziomie krajowym w średnim okresie, np.:

- utrudnianie procesu stabilizacji cen poprzez politykę monetarną,
- utrudnianie rozwoju krajowego rynku finansowego,
- krępowanie rynkowych impulsów transmisji polityki monetarnej,
- zniekształcający wpływ na alokację zasobów oraz dystrybucję dochodów.

Chiny i inne kraje regionu prowadzą politykę silnej akumulacji rezerw, aby wyrównać napływ kapitału z zewnątrz, który mógłby zbyt mocno umocnić walutę i osłabić proeksportowy charakter ich gospodarek, a także samą konkurencyjność przedsiębiorstw. Charakter tych praktyk jest głównie przezornościowy. Celami przezornościowej akumulacji rezerw są <sup>103</sup>:

- stabilizowanie PKB kraju w obliczu zmienności przepływów kapitałowych i kursów walutowych,
- ochrona przed kryzysem bilansu płatniczego,
- obniżenie ryzyka niewypłacalności kraju,
- ochrona w razie utraty dostępu do płynności międzynarodowej lub do środków MFW.

Motywy występowania interwencyjnej akumulacji rezerw jest stabilizacja kursu walutowego, najczęściej z powodu proeksportowej strategii rozwoju gospodarczego (motyw merkantylistyczny), polegającej na utrzymywaniu zaniżonego względem wartości rynkowej kursu walutowego w celu wspierania konkurencyjności eksportu.

W przypadku krajów stosujących politykę przezornościową, zapobieganie realnej aprecjacji kursu może wynikać także z chęci uniknięcia szoków sektorowych (tzw. choroby holenderskiej) lub efektu przestrzelenia (overshooting) kursu. Motywem, często spotykanym wśród dużych producentów ropy naftowej, może być również wygładzanie

---

<sup>103</sup> Tamże., s. 44-46.



szoków terms of trade<sup>104</sup>, zwłaszcza pozytywnych szoków przyczyniających się do powstawania dużej nadwyżki krajowych oszczędności nad inwestycjami.

Kolejny z motywów, tj. motyw interwencyjny jest charakterystyczny w szczególności dla Japonii i obejmuje on przeciwdziałanie aprecjacji jena, obniżanie skali deflacji, walkę ze słabym wzrostem gospodarki, a także nacisk na silniejszy wzrost eksportu. W mniejszej skali obejmuje on również inne kraje wschodnioazjatyckie, które naśladują japoński model rozwojowy.

S. Fisher pisze, że gospodarki o wyższym poziomie rezerw lepiej radzą sobie z kryzysami niż kraje o niższym poziomie rezerw – obniża to ciśnienie spekulacyjne i redukuje całkowity koszt ataku spekulacyjnego (na podstawie obserwacji empirycznych można stwierdzić, że kraje Azji południowo-wschodniej szybciej pokonywały kryzysy niż kraje Ameryki Łacińskiej).

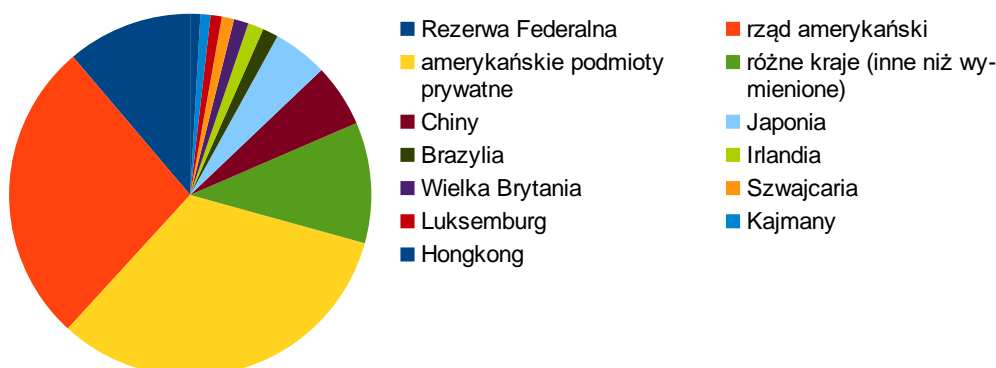
Czynnikiem nasilającym politykę akumulacji rezerw walutowych jest polityka światowego centrum finansowego, jakim są Stany Zjednoczone, opierająca się na utrzymywaniu niskich stóp procentowych, wysokiego zadłużenia wewnętrznego, dużych emisjach obligacji i w związku z tym przyciągająca zewnętrznych klientów, którzy amerykańskich papierach dłużnych widzą lokatę, która staje się elementem ich rezerw dewizowych. Innymi słowy kraje akumulujące wysokie rezerwy wykupują symbolicznie amerykański dług, który pochodzi z ujemnego bilansu płatniczego właśnie z krajami akumulującymi wielkie rezerwy dewizowe, jednakże sumarycznie udział papierów dłużnych, które znajdują się w posiadaniu podmiotów spoza Stanów Zjednoczonych wynosi 29%<sup>105</sup>. Bardziej wnikliwy obraz przedstawia poniższy wykres.

---

<sup>104</sup> Relatywne ceny dóbr eksportowanych do importowanych, określane warunkami wymiany międzynarodowej.

<sup>105</sup> Eichengreen B., *Exorbitant...*, Op.cit., s. 63-38.

Wykres 9. Udział podmiotów amerykańskich i innych krajów na rynku papierów dłużnych Stanów Zjednoczonych.



Źródło: Bartash J., *Here's who owns a record \$21,21 trillion of U.S. debt*, <https://www.marketwatch.com/story/heres-who-owns-a-record-2121-trillion-of-us-debt-2018-08-21>, 2018, dostęp (18.03.2022).

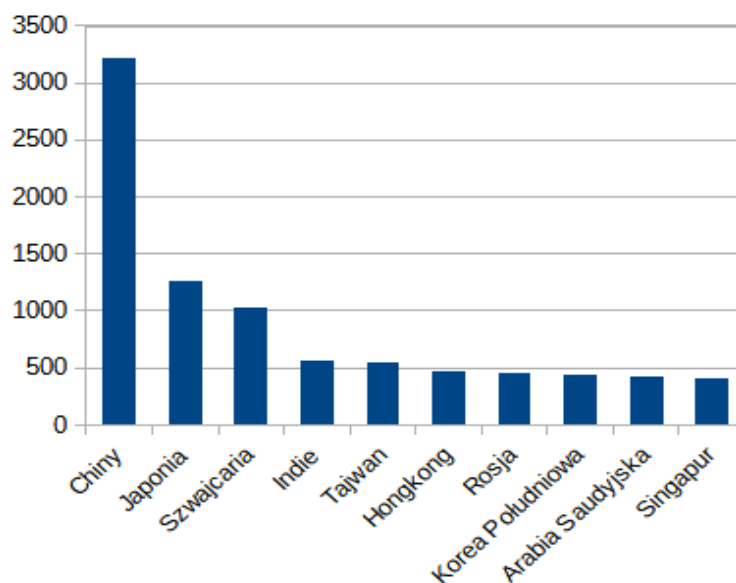
Obraz amerykańskiego rynku długu, mającego olbrzymie znaczenie dla światowego rynku finansowego, jest wysoce złożony. Z jednej strony 71% długu publicznego Stanów Zjednoczonych finansowane jest przez podmioty publiczne i prywatne tego kraju, z drugiej strony 29% udziałów, jaki mają w nim podmioty zagraniczne, są to wielkości rzędu 6,21 bln dolarów amerykańskich. Oznacza to znaczące przepływy finansowe między USA, a krajami zewnętrznymi, zwłaszcza tymi, z których wywodzą się czołowe podmioty poza amerykańskie. Nie jest zaskakującym fakt, iż są to głównie podmioty z Chin i Japonii, czyli krajów lokujących potężne rezerwy finansowe poza swoim terytorium. Znaczący jest jednak udział Brazylii, a także krajów anglosaskich, takich jak Irlandia i Wielka Brytania, co w tym przypadku może wynikać z powiązań kapitałowych. Duży udział mają również kraje i terytoria zależne, takie jak Szwajcaria czy zaliczane do tzw. rajów podatkowych Kajmany. Podmioty z krajów, których nazwy nie są wymienione na powyższym wykresie, odpowiadają łącznie za niecałe 11% wartości amerykańskich papierów dłużnych.

Rynek obligacji i innych papierów dłużnych stanowi znaczącą część rezerwuaru, w którym składowane są oszczędności krajów posiadających znaczące nadwyżki kapitałowe. O ile w skali światowej, są to głównie rynki wschodzące oraz duże kraje rozwijające się, to w Europie tendencje są odmienne. To Niemcy jako główny kraj

centrum odnotowują nadwyżkę na rachunku bieżącym, zaś kraje wobec nich peryferyjne (głównie Europy Środkowo-Wschodniej i Południowej) deficyty płatnicze. Mimo tego, że Niemcy pod tym kątem znacząco przypominają Chiny, to jednak efektywność budowania rezerw dewizowych w Chinach jest coraz niższa i spada poniżej tempa wzrostu PKB wraz z coraz większym znaczeniem juana w światowym obiegu finansowym<sup>106</sup>.

USA to kraj, w przypadku którego głównym źródłem finansowania wzrastającego długu są prywatne inwestycje zagraniczne transferowane między narodowymi rynkami kapitałowymi. Kraje wschodniej Azji, kraje OPEC oraz niektóre kraje europejskie prowadząc politykę akumulacji rezerw zawierającą w sobie element efektu „zubożania sąsiada”<sup>107</sup> (efekt występujący w sytuacji, gdy transmisja efektów polityki z jednego do drugiego kraju wywołuje więcej negatywnych skutków niż pozytywnych), doprowadzają do powstawania szeregu nierównowag i zagrożenia dla stabilności monetarnej.

Wykres 10. Wysokość rezerw dewizowych w mld USD.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <https://www.investopedia.com/> (dostęp 19.03.2022).

Głównymi oszczędzającymi w skali świata są kraje, które zbiorowo można określić jako rynki wschodzące po II wojnie światowej. Znajdują się tu zarówno dawne wschodnioazjatyckie „tygrysy”, osiągające już poziom zachodnich państw rozwiniętych

<sup>106</sup> Bogołębska J., red. Baładynowicz-Panfil K., *Akumulacja...*, Op.cit., s. 51.

<sup>107</sup> Polityka „zubożania sąsiada” polega na przerwaniu przez kraje nadwyżkowe na kraje deficytowe kosztów procesów dostosowawczych. Kraj, który ma nadwyżkę bilansu płatniczego przechowuje nadwyżki w banku centralnym (sterylizacja), w celu uniknięcia inflacji. Proces dostosowawczy zostanie przeniesiony na kraje deficytowe, które w obronie przed dewaluacją utracą część swoich rezerw.

(Tajwan, Hongkong, Singapur, Korea Płd. – naśladowujące prekursora w tamtym regionie – Japonię), jak i współczesny „tygrys” światowej gospodarki – Chiny, a także podążające w tyle, lecz niewiele wolniej od swojego północnego sąsiada, Indie. Warto wspomnieć o obecności wśród czołowych krajów budujących znaczące rezerwy walutowe dwóch dużych gospodarek surowcowo-energetycznych, tj. Rosji i Arabii Saudyjskiej. Ponadto, znajduje się tu również Szwajcaria, kraj, który od wieków ma renomę finansowego centrum kontynentu, i który gromadząc oszczędności obywateli i podmiotów innych krajów, w oparciu o prowizje i opłaty bankowe może budować znaczące rezerwy własne.

Tendencje liberalizacyjne światowego rynku finansowego doprowadziły również do porzucania sterowanych form kursu walutowego, począwszy od kursów sztywnych po kursy częściowo płynne. Koszty związane z utrzymaniem wartości waluty okazały się w jednak znaczące zarówno dla dużej grupy krajów rozwijających się, jak i dla rynków wschodzących, w szczególności zlokalizowanych w Ameryce Łacińskiej, rzadziej w Azji Wschodniej i Południowo-Wschodniej.

Problematyczne było w szczególności utrzymanie stabilnej wartości waluty w następstwie takich zjawisk jak kryzysy finansowe, wzmacniane przez nastroje panicznego odpływu kapitału, mogące być może po części również efektem agresywnego zachowania części inwestorów, przeprowadzających tzw. ataki spekulacyjne mające na celu osiągnięcie nadzwyczajnych krótkoterminowych zysków. Innymi problemami takich krajów bywały kłopoty związane z przeszacowaniem wartości waluty, sprzyjające niedostatecznemu rozwojowi eksportu i ujemnemu bilansowi płatniczemu, a także trudnościami w określaniu wartości waluty wobec walut zagranicznych w okresach dużej niestabilności na rynkach światowych.

Istotnym problemem zwłaszcza w Ameryce Łacińskiej było także nadmierne restrykcyjne podejście do zwiększania podaży pieniądza w stosunku do potrzeb gospodarczych, które choć było pożądane po okresie hiperinflacji przełomu lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku, to później (w tym już w XXI wieku) niejednokrotnie przyczyniało się do niedostatecznego wzrostu gospodarczego, wysokich realnych stóp procentowych oraz problemów w rozwoju rynku opartego na masowej produkcji i konsumpcji.<sup>108</sup>

---

<sup>108</sup> Corbo V., *Monetary Policy in Latin America in the 1990s*, Working Papers Central Bank of Chile 78, Central Bank of Chile, Chile 2002, s. 119-122.

Płynne kursy walutowe nie zapewniają sprzyjających warunków do wzrostu aktywności gospodarczej, ponieważ w przypadku dominującej liczby krajów, w szczególności rynków wschodzących, mamy do czynienia z utrudnieniami w osiągnięciu równowag w bilansie płatniczym z powodu aprecjacji walut krajowych względem czołowych walut krajów rozwiniętych w okresie światowego „prosperity”.

Wówczas znaczne zyski z napływu zagranicznego kapitału są redukowane przez mniejsze wpływy z eksportu wyrażone w walucie krajowej. Podczas globalnych recesji lub spowolnień dochodzi natomiast do wycofywania (wcześniej inwestowanych) kapitałów z rynków wschodzących przez podmioty, których siedziby zlokalizowane są w krajach rozwiniętych. Często to oznacza konieczność zmierzenia się ze znaczącą deprecjacją waluty i zjawiskami inflacyjnymi. W radykalnych przypadkach jedynym wyjściem, aby to zatrzymać, okazuje się wprowadzenie kontroli przepływu kapitału lub elementów kursu sterowanego, który polega na obronie wartości waluty i interwencjach banku centralnego, jednakże powoduje to, że spada wielkość rezerw walutowych, zaś próbą ucieczki z tej sytuacji okazuje się zaciągnięcie zagranicznych długów, co zwykle normalizuje sytuację gospodarczą, jednak kosztem spadku wielkości dochodu narodowego i wzrostu wielkości bezrobocia w rezultacie pakietów oszczędnościowych, realizowanych przez kraje we współpracy z Międzynarodowym Funduszem Walutowym. W długim okresie koszty spłaty zadłużenia zagranicznego mogą w niektórych warunkach ponownie doprowadzić do silnie ujemnego bilansu płatniczego.

Warto wspomnieć o wzroście zainteresowania uniami walutowymi. Najbardziej znaną na świecie unią walutową jest strefa euro. Jej problematyka została już częściowo poruszona w rozdziale pierwszym. Nie jest to jednak jedyny duży obszar, gdzie duża grupa krajów posługuje się jedną walutą. Swoją własną nieformalną unię monetarną posiada również dolar amerykański, będący nie tylko walutą Stanów Zjednoczonych i obszarów od nich zależnych, lecz także Salwadoru, Ekwadoru, Panamy, Timoru Wschodniego i Zimbabwe. Co więcej, dolar amerykański obowiązuje w brytyjskim terytorium zależnym Turks i Caicos oraz w holenderskich Bonaire, Sint Eustasius i Saby. Wszystkie z nich położone są na Karaibach.

Inną z istniejących unii walutowych jest unia walutowa franka środkowoafrykańskiego i franka zachodnioafrykańskiego (frank CFA – franc de la Coopération Financière en Afrique Centrale). Unia ta funkcjonuje w takich krajach, jak

Benin, Burkina Faso, Czad, Gabon, Gwinea Bissau, Gwinea Równikowa, Kamerun, Kongo, Mali, Niger, Republika Środkowoafrykańska, Senegal, Togo, Wybrzeże Kości Słoniowej. Co ciekawe, walutę emitują dwa banki centralne – Centralny Bank Państw Afryki Zachodniej z siedzibą w senegalskim Dakarze – oraz Bank Państw Ameryki Środkowej, z siedzibą w kameruńskim Jaunde. Warto wspomnieć również, że wartość franka CFA jest powiązana stałym kursem z euro. Od 1 stycznia 1999 roku obowiązuje stały kurs w wysokości 655,957 franków CFA za 1 euro. Stały parytet, wymienialność i stabilność są gwarantowane przez Bank Francji.

## **2.6. Strategie monetarne i reżimy kursowe**

### **2.6.1. Strategie monetarne**

Międzynarodowy Fundusz Walutowy klasyfikuje strategie monetarne państw dzieląc je na trzy rodzaje. Pierwszą z nich jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego. Jej rozkwit można było obserwować na początku lat dziewięćdziesiątych. W strategii tej kluczowym elementem jest stabilizacja cen krajowych i stanowi ona cel, któremu podporządkowana jest nie tylko polityka pieniężna, ale także polityka gospodarcza kraju. W swoim okresie świetności, czyli do 2007 roku strategia ta poskutkowała wzrostem wydajności produkcji, wzrostem PKB oraz wyraźnym zmniejszeniem inflacji. Warunkiem powodzenia w przypadku stosowania tej strategii jest wykluczenie aktywnej polityki walutowej, a co za tym idzie BCI zakłada stosowanie kursów płynnych.

Kolejną strategią klasyfikowaną przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy jest strategia kontroli podaży pieniądza. Państwa, które decydują się na stosowanie tej strategii, mogą mieć różne cele polityki walutowej, a co za tym idzie, różne reżimy kursowe. Strategia kontroli podaży pieniądza utożsamiana jest z brakiem radykalnych ograniczeń oraz większym spektrum możliwości wyboru stosowanego reżimu kursowego, jednak wg opinii M. Friedmana kursy o dużej elastyczności sprawdzą się w tym przypadku najlepiej<sup>109</sup>.

Innym rodzajem strategii monetarnej jest tzw. kotwica kursowa. Jak sama nazwa wskazuje zastosowanie tej strategii będzie bezpośrednio powiązane z utrzymaniem sztywnego kursu walutowego. Tę strategię najczęściej wybierają kraje, które znajdują się

---

<sup>109</sup> Edwards S., *Systemy kursowe w krajach wschodzących: perspektywa historyczna*, w: Obserwator Finansowy, Warszawa 2020, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/systemy-kursowe-w-krajach-wschodzacych-perspektywa-historyczna/>, (dostęp 15.08.2021).

w okresie reform gospodarczych, kryzysów lub takie, które dopiero wprowadzają do swojej gospodarki zewnętrzną wymienialność walutową. Niestety rozwiązanie to ma wiele wad, prowadzi do przewartościowania waluty krajowej, czy konieczność interwencji władz w celu utrzymania sztywnego kursu walutowego<sup>110</sup>.

### **2.6.2. Systemy kursowe**

Reżimami kursowymi lub systemami kursowymi określa się zbiór zasad ustalanych przez dane państwo lub grupę państw (np. strefa euro), które decydują o sposobie ustalania kursu walutowego. Innymi słowy, jest to sposób interwencji państwa na rynku walutowym (lub jego brak). Współcześnie, wyróżnia się trzy podstawowe systemy kursowe. System z kursem sztywnym, system pośredniego ustalania kursów oraz system z kursem zmiennym<sup>111</sup>.

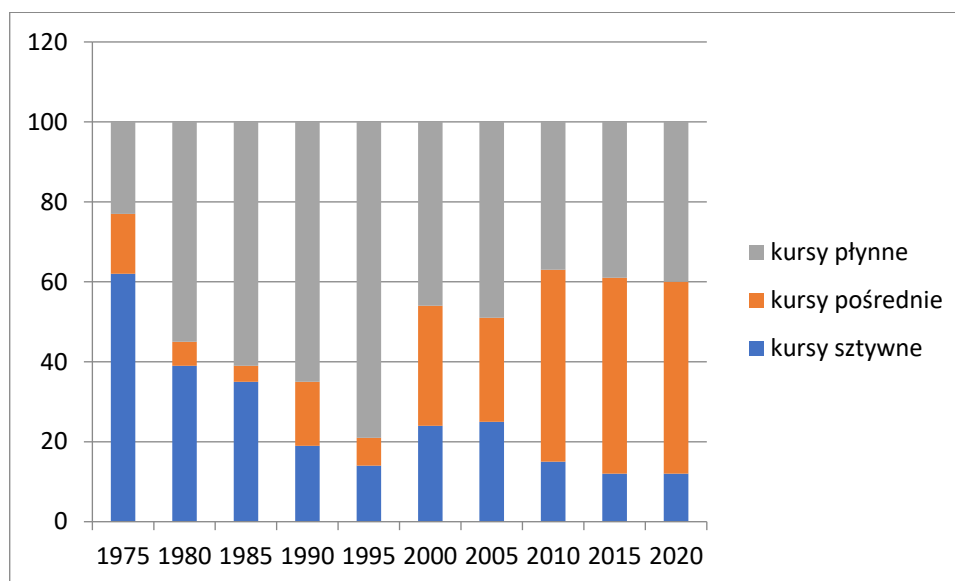
Zanim omówię cechy wszystkich trzech typów reżimów kursowych, chciałabym pokazać jak bardzo wielokierunkowa jest ewolucja reżimów kursów walutowych we współczesnej fazie rozwoju międzynarodowego systemu finansowego. Po odejściu od systemu z Breton Woods królowały reżimy z kursami sztywnymi (stały kurs wymiany jednej waluty na drugą), a następnie w dobie liberalizacji rynków finansowych całego świata doszło do ruchu w przeciwną stronę, ku reżimom płynnym, gdzie kursy sztywne, a nawet pośrednie, stanowiły zdecydowaną mniejszość. Jednakże liczne kryzysy finansowe lat dziewięćdziesiątych XX wieku, jak i duży kryzys finansowy lat 2007-2009 zachwiały wiarę wielu rządów w kursy płynne, ponieważ niosły one ze sobą częstą aprecjację krajowej waluty w okresie dobrej koniunktury, a następnie jeszcze większą pod względem skali i szybszą fazę dewaluacji względem głównej waluty światowej. Spowodowało to wzrost liczby walut i krajów, gdzie zastosowano pośrednie metody regulowania kursu walutowego, a więc częściową płynność, a częściowo sztywność, uwarunkowaną pewnymi progami lub decyzjami, o czym będzie jeszcze mowa poniżej. Na wykresie widoczne są proporcje poszczególnych typów reżimów kursowych.

---

<sup>110</sup> Bilski J., Janicka M., Miziołek T., *Międzynarodowy...*, Op.cit., s. 36-37.

<sup>111</sup> Tymoczko I., *Analiza porównawcza systemów kursu walutowego*, Materiały i studia, Zeszyt nr 287, NBP, Warszawa 2013, s. 10.

Wykres. 11 Rodzaje kursów walutowych w latach 1975-2020.



Źródło: Tamże, s.10.

Obecnie funkcjonujący system podziału kursów walutowych opiera się głównie na 3 typach (kursy sztywne, kursy pośrednie, kursy płynne), które są dzielone na podgrupy. Według typologii z 1999 roku wyróżnia się takie podgrupy (IMF 1999)<sup>112</sup>, jak:

- system kursowy bez własnej waluty (dolaryzacja, unia walutowa),
- izba walutowa,
- kurs walutowy stały względem jednej waluty bądź koszyka walut,
- kurs stały podlegający wahaniom w dopuszczalnym przedziale,
- pełzający kurs stały,
- kurs stały w pełzającym przedziale wahań,
- kierowany kurs płynny,
- kurs całkowicie płynny.

W 2009 roku doszło do kolejnej modyfikacji klasyfikacji kursów, poprzez dołączenie do ośmiu wyróżnionych powyżej, dwóch nowych systemów kursowych o charakterze pośrednim. Zaobserwowano, przede wszystkim po kryzysie finansowym lat 2007-2009, stosowanie rozwiązań kursowych formalnie niefunkcjonujących, mających charakter hybrydowy. Zmieniono również nazewnictwo w ramach systemów kursów płynnych oraz nieznacznie doprecyzowano charakterystykę systemów.

<sup>112</sup> International Monetary Fund, *Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues*, IMF, Washington 1999.



Odtąd wyróżnia się następujące systemy kursu walutowego (IMF 2010)<sup>113</sup>:

- system kursowy bez własnej waluty (dolaryzacja, unia walutowa),
- izba walutowa,
- kurs walutowy stały związany z koszykiem walut lub jedną walutą,
- system stabilizowanego kursu walutowego,
- pełzający kurs stały,
- system kursu zbliżony do pełzającego,
- kurs stały w przedziale wahań,
- system kursu walutowego bez jednoznacznej definicji,
- kurs płynny,
- kurs całkowicie płynny.

Pomimo zastosowania tak szczegółowej typologii, nie zrezygnowano z podziału reżimów kursowych na trzy grupy tj. na systemy kursów płynnych, systemy pośrednich kursów walutowych oraz systemy kursów sztywnych, które zostaną poniżej omówione.

Pierwszą z omawianych grup jest grupa kursów płynnych. Kurs płynny wyznaczany jest przez krótkoterminowe ruchy w zakresie podaży i popytu na walutę, której dotyczy. System ten wydaje się pasować do dużych dominujących i otwartych gospodarek, w szczególności do krajów anglosaskich mających największe doświadczenia w budowie znaczącego sektora finansowego (Giełda Nowojorska, City of London), kultywujących tradycję posiadania walut światowych (funt szterling, dolar amerykański). System ten zwykle zaleca się krajom posiadającym niską, jednocyfrową inflację, ponieważ nie muszą one stabilizować wzrostu cen m.in. sztywnymi lub pośrednimi systemami kursów walutowych. Przy wprowadzaniu kursu płynnego, w krajach stosujących dotychczas systemy oparte na kursach pośrednich czy sztywnych, zaleca się znaczącą i niepodważalną niezależność banku centralnego, tak aby jego polityka odpowiadała neutralności w warunkach wolnego rynku.

Według J. Frankela<sup>114</sup>, w przypadku kursu płynnego bank centralny rezygnuje z celu utrzymywania stabilności kursu walutowego na rzecz niezależnej polityki pieniężnej i pełnej liberalizacji transakcji finansowych.

---

<sup>113</sup> International Monetary Fund, *Regional Economic Outlook: Europe*, IMF, Washington 2010.

<sup>114</sup> Frankel J., *No single currency regime is right for all countries or at all times*, NBER Working Paper

Pierwszym podtypem kursu płynnego jest kurs całkowicie płynny, którego cechą charakterystyczną jest całkowita zależność od popytu i podaży waluty na rynku. W tych warunkach nie dochodzi do żadnych interwencji na rynku walutowym, nawet gdy następują gwałtowne zmiany wyceny waluty krajowej<sup>115</sup>. Jest to system, w którym nieistotna jest wysokość nierównowagi bilansu płatniczego czy rezerw walutowych. Zakłada się, że każdy problem wyrówna odpowiedni szok deprecjacyjny lub aprecjacyjny waluty krajowej. Wadą tego systemu jest jego niestabilność, przeszkadzająca niejednokrotnie w realizacji handlu zagranicznego. Jednakże płynny kurs walutowy jest poważany przez inwestorów grających na światowych rynkach finansowych, zwłaszcza w obszarze instrumentów pochodnych. Duża aprecjacja lub deprecjacja pozwala realizować ponadstandardowe zyski. Całkowicie płynny kurs walutowy pozwala też osiągać stosunkowo małe fluktuacje w przebiegu cyklu koniunkturalnego, ponieważ w dużej części krajów (zwłaszcza emerging markets) aprecjacja krajowej waluty zachodzi w trakcie ogólnoświatowej prosperity, zaś deprecjacja – w trakcie globalnych recesji lub spowolnień. Nie dotyczy to jednak czołowych gospodarek świata, takich jak Stany Zjednoczone czy Japonia. Strefa euro jest pod tym względem dużo bardziej złożona, ponieważ euro względem dolara często osłabia się w okresach światowych perturbacji i kryzysów.

Drugim rodzajem kursu płynnego jest kurs płynny kierowany (ang. managed floating with no predetermined path for the exchange rate). Podobnie jak opisany wyżej jest on kształtowany przez krótkoterminowe ruchy podaży i popytu, ale istnieje możliwość interwencji będących formą wygładzania kursu<sup>116</sup>. Dzięki tym interwencjom, bank centralny może kształtować długookresowy trend kursu walutowego, co czyni ów system bardziej przewidywalnym dla podmiotów gospodarczych prowadzących handel międzynarodowy. Jednakże, interwencje banku centralnego w tym systemie są na ogół dyskretne. Bank nie ogłasza, jaki jest pożądany przez niego poziom kursu walutowego, co powoduje okazje do gry na zmianę kursu. System ten jest więc również potencjalnie korzystny dla uczestników rynku finansowego. Zmiany klasyfikacyjno-definicyjne, które miały miejsce w 2009 roku, charakteryzują ten typ kursu jako kurs płynny z możliwością

---

7338, September 1999., s. 15.

<sup>115</sup> Ghosh A., Gulde A.M., Wolf H., *Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences*, MIT Press 2003., s. 24.

<sup>116</sup> Yagci F., *Choice of Exchange Rate Regimes for developing Countries*, Africa Region Working Paper Series No.16, 2001., s. 44.

interwencji walutowych o charakterze zarówno pośrednim, jak i bezpośrednim w celu wygładzenia poziomu kursu i zapobieganiu zbyt dużym zmianom.

System pośrednich kursów walutowych cechuje się bogatym wachlarzem podtypów, które pomiędzy sobą wyróżniają się odmiennymi stopniami swobody i ograniczeniami. Tego rodzaju systemy stosowane są głównie przez kraje o niestabilnej sytuacji gospodarczej. Pomagają obniżyć wysokie stopy inflacji, jednakże nie zawsze udaje się w ten sposób osiągnąć jednocyfrowe liczby. Kursy pośrednie okazują się również znacząco podatne na nagłe i duże odpływy kapitału. Niektórzy ekonomiści sugerują, że kraje o mało rozwiniętym rynku finansowym, aby zmaksymalizować tempo wzrostu gospodarczego, powinny stosować sztywne bądź pośrednie systemy kursowe, ponieważ większa stabilność kursowa pozwoli firmom lepiej planować przychody z działalności i zrealizować długoterminowe inwestycje<sup>117</sup>.

Pierwszym z pośrednich kursów walutowych jest kurs walutowy w pełzającym przedziale wahań (ang. crawling band). Swoboda kształtowania się kursu walutowego jest tutaj ograniczona przedziałem wahań (minimalna szerokość korytarza wynosi +/-1%, zaś maksymalna szerokość przedziału wynosi +/-15%). Kurs walutowy oparty jest o kurs centralny, ustalany w stosunku do jednej waluty lub koszyka walut, w skład którego wchodzi różne waluty w ustalonych proporcjach, najczęściej określonych na podstawie struktury handlu zagranicznego.

Kurs centralny lub korytarz wahań mogą okresowo podlegać korekcie według stałej stopy, zwłaszcza w momencie, gdy kurs rynkowy zbliża się do jednej z granic przedziału.

Podobnym do wyżej omawianego kursu podtypem pośredniego kursu walutowego jest kurs stały w przedziale wahań (ang. pegged exchange rate within horizontal band). W systemie tym może dochodzić do interwencji nawet, gdy kurs walutowy jest stosunkowo daleki od granicy wahań. Tego typu kursem był „wąż walutowy” działający w ramach Europejskiego Systemu Walutowego w latach 1979-1993, gdzie istniały dwa dopuszczalne przedziały wahań. Dla walut silnych +/-6% i walut słabszych +/-2,25%. Podobnym typem kursu jest rozwiązanie kursowe w okresie stabilizowania kursu walutowego w ramach systemu ERM II, czyli dwuletnie

---

<sup>117</sup> Ghosh A.R., Ostry J. D., *Choosing an Exchange Rate Regime, Finance & Development*, Vol. 46, No. 4, IMF, Waszyngton 2009, s. 16.

stabilizowanie kursu walutowego krajów dążących do wejścia do strefy euro. Obecnie przypadek ten dotyczy Bułgarii i Chorwacji.

Kolejny typ kursu pośredniego to kurs stały pełzający (ang. crawling peg). Charakterystyczną cechą tego kursu jest dostosowywanie okresowe według stałej określonej stopy lub w reakcji na zmianę wybranych wskaźników gospodarczych<sup>118</sup>. Najczęściej jest to wskaźnik dewaluacji, który może być ustalony jako stała wielkość lub liczba zależna od tempa zmiany cen (inflacji) w państwach, które są głównymi partnerami handlowymi danego kraju. Parytet może mieć charakter koszyka walutowego lub przywiązania do jednej waluty.

Następny typ kursu walutowego to również system należący do grupy kursów pośrednich. Jest nim umowny kurs walutowy (ang. conventional pegged arrangement). Jest to przywiązanie do jednej waluty lub koszyka walut wartości własnej waluty w celu „zaimportowania” niskiej inflacji, jak również powiązanie gospodarki z gospodarką o ustabilizowanej sytuacji ekonomicznej. Tego typu system jest popularny wśród krajów wychodzących z kryzysu, o słabym rynku finansowym i niezliberalizowanych przepływach kapitałowych. Bank centralny zobowiązuje się interweniować w celu obrony kursu, co jednak wiąże się z koniecznością posiadania znaczących rezerw walutowych. Krajom z tego rodzaju kursem nie jest zalecane znaczne otwarcie się na międzynarodowe przepływy kapitałowe z powodu ryzyka pojawienia się kapitału spekulacyjnego i możliwości kryzysu walutowego. Umowny kurs walutowy to ostatni z omawianych kursów pośrednich.

Systemy kursów sztywnych opierają się na sztywnym powiązaniu waluty lokalnej z walutą o znaczeniu globalnym. Często występują w gospodarkach mało rozwiniętych, ale otwartych, czy też mocno związanych z jednym partnerem handlowym (z reguły z dużo większą gospodarką). Do najbardziej skrajnych form kursu sztywnego zalicza się system izby walutowej lub dolaryzację (w Europie – euroizację). Rozwiązaniem bliskim kursom sztywnym jest również unia walutowa. Największe na świecie unie walutowe to strefa euro oraz strefa franka francuskiego w Afryce<sup>119</sup>.

---

<sup>118</sup> Ghosh A., Gulde A.M., Wolf H., *Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences*, MIT Press 2003. s. 62.

<sup>119</sup> Chrabonszczewska E., Kalicki K., *Teoria i polityka kursu walutowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1996. s. 54.

Pierwszy z podtypów kursów sztywnych to izba walutowa (currency board arrangement). System ten opiera się na zobowiązaniu władz do bezwzględnego utrzymania kursu centralnego na niezmiennym poziomie. Nie dopuszcza się istnienia pasma wahań kursu. Bywa niezwykle skuteczny w walce z hiperinflacją, co udowodniono w Argentynie w latach dziewięćdziesiątych XX wieku. Kraj, który stosuje izbę walutową jednostronnie zobowiązuje się do obrony przyjętego poziomu kursu, a emisję pieniądza rezerwowego (bazy monetarnej) pokrywa rezerwami walutowymi<sup>120</sup>. Bank centralny nie jest tutaj pożyczkodawcą ostatniej instancji, a raczej podmiotem udzielającym bankom komercyjnym kredytów refinansowych, w sytuacjach, gdy rezerwy walutowe są większe od bazy monetarnej.

System izby walutowej prowadzi do szybkiego ograniczenia inflacji, a często do deflacji. Jednakże poważną wadą tego systemu jest podatność na szoki dotyczące państwo i walutę, z którą związane jest walutę krajową. Przedsiębiorstwa prywatne, w tym podmioty realizujące eksport nie mogą liczyć na dewaluację, lecz muszą dokonywać realnych zmian np. w postaci redukcji zatrudnienia. System izby walutowej jest również w wysokim stopniu uzależniony od dyscypliny budżetowej. Dlatego ów system nie jest polecany krajom o rozwiniętej gospodarce, z małym udziałem handlu zagranicznego.

Drugim podtypem kursu sztywnego jest formalna dolaryzacja lub euroizacja. Na świecie istnieją kraje, które przyjęły dolara amerykańskiego jako swoją walutę, jak np. Salwador i Ekwador, podobnie stało się w przypadku euro – Czarnogóra, Bośnia i Hercegowina oraz Kosowo o czym wspominałam wcześniej. Są to kraje, w których tzw. szara strefa jest bardzo rozwinięta i znaczny udział w PKB ma turystyka. Kraje te cechują się także bardzo wysokim wskaźnikiem emigracji zarobkowej. Co w następstwie powoduje napływ kapitału od osób pracujących za granicą w USA lub w Unii Europejskiej. Taki proces prowadzi do dolaryzacji lub euroizacji danego kraju.

W przypadku Ekwadoru i Salwadoru ważnymi czynnikami, które przyczyniły się do dolaryzacji na tym obszarze są mało rozwinięta gospodarka, niskie zaludnienie, wysoko rozwinięta „szara strefa” oraz wysoki udział dochodów z turystyki w dochodach ogólnych, a także wspomniana wyżej duża migracja w celach zarobkowych.

---

<sup>120</sup> Kopecke R.W., *Currency Board: Once and Future Monetary Regimes?*, New England Economic Review, Londyn 1999 r.

Podobny charakter miała jednostronna euroizacja w trzech krajach byłej Jugosławii. Wojna w Bośni i Kosowie, znacząca emigracja z wszystkich trzech krajów do Niemiec i innych krajów strefy euro, jak i wcześniejsza duża rola marki niemieckiej spowodowały, że władze tych krajów zaakceptowały euro jako jednostkę monetarną funkcjonującą w na terenie ich państw. Zaletą tego powiązania jest „importowanie” niskiej inflacji z krajów globalnego centrum. Jednakże bardzo często zdarzać się mogą odchylenia, zwłaszcza w kierunku wyższej inflacji, czego na razie doświadczają przede wszystkim członkowie strefy euro, znajdujący się w pobliżu Rosji, takie jak Litwa, Łotwa czy Estonia.

Ostatnie lata pokazują, że coraz bardziej powszechne stają się nowe, hybrydowe mechanizmy kursowe, takie które powstają z połączenia własności kursów stałych ze zmiennymi. Poglądy o tym, czy pośrednie reżimy kursowe będą rozwiązaniem coraz częściej wybieranym przez państwa członkowskie są podzielone. Wielu ekonomistów optymistycznie patrzy na prognozy dotyczące takiej strategii.

Innego zdania jest J.A. Frenkel, który uważa reżimy pośrednie za chwilowy twór rynkowy, o którego istnieniu po kilku dziesięcioleciach prawie nikt nie będzie już pamiętał. Swoją opinię Frenkel zobrazował poprzez tzw. trylemat niemożliwy lub trójkąt niemożliwy. Według Frenkela oraz wielu innych popierających go ekonomistów, finanse międzynarodowe ewoluują w określonym kierunku, który wyznacza mobilność kapitału w światowej skali. W przypadku, gdy mobilność ta stanie się realna i całkowita, reżimy pośrednie nie będą miały racji bytu, a w ich miejscu jako opcje do wyboru znajdą się jedynie unia walutowa i niezależny tzw. floating. Ponadto, Frenkel zwraca uwagę na fakt, że nie wszystkie cele znajdujące się u wierzchołków trójkąta się wykluczają. Można spełnić jednocześnie więcej niż jeden z nich, ale nie istnieje możliwość spełnienia wszystkich trzech jednocześnie<sup>121</sup>.

W swojej analizie współczesnego systemu walutowego i finansowego, określonego jako okres finansjalizacji gospodarki rozpoczęty w 1990 roku<sup>122</sup>, J.Bilski podsumował procesy cechujące ów system w zakresie funkcjonowania w krajach najbardziej rozwiniętych. Podsumowanie to można zawrzeć w trzech poniższych podpunktach:

---

<sup>121</sup> Frenkel J.A., *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, Essays in International Finance nr 215, Princeton University, Princeton 1999, s. 6-7.

<sup>122</sup> Bilski J., Janicka M., Wdowiński P., Maciejczyk-Bujnowicz I., *Import kapitału.....*, Op.cit., s. 133-135.

- występowanie niskich i stabilnych odczytów inflacji,
- zmienne, lecz spadające w długim czasie stopy procentowe,
- tracące elastyczność, niewielkie zmiany kursów walutowych głównych walut światowych<sup>123</sup>.

Wydaje się, że te cechy współczesnego systemu finansowego właśnie tracą swoją aktualność, chociaż jest jeszcze za wcześnie na to, aby na ten temat wyrokować w sposób kategoryczny. Od 2020 roku, w którym rozpętała się pandemia COVID-19, mamy do czynienia z szeregiem zjawisk stawiających pod znakiem zapytania funkcjonowanie współczesnego systemu finansowego w dotychczasowej postaci. Charakterystyczne zjawiska po 2020 roku obejmują następujące fakty:

- przerwy w dostawach wielu produktów pomiędzy Chinami a krajami wysokorozwiniętego Zachodu, czego skutkiem jest przerwanie łańcuchów dostaw lub ich ograniczenie,

- w skali lokalnej zachodzi deglobalizacja i rosnąca regionalizacja łańcuchów logistycznych i przepływów finansowych,

- krótkotrwałe impulsy dezinflacyjne lub deflacyjne w trakcie pierwszego roku pandemii (2020) zakończyły się i przeszły w silny impuls inflacyjny obejmujący większość świata, a przede wszystkim Europę i USA,

- w ślad za wzrostem inflacji, mającej głównie charakter kosztowy (wzrost cen surowców m.in. mineralnych i rolnych) pojawia się podwyżka stóp procentowych, cechująca się w dużym stopniu niejednorodnością reakcji poszczególnych banków centralnych,

- kursy walut, w szczególności relacje między euro a dolarem, dążą do utraty stabilności i zmiernają w kierunku osłabienia euro z powodu bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej FED, aniżeli EBC, a także konfliktu zbrojnego (trwającej rosyjskiej agresji na Ukrainie) w otoczeniu UE.

Istnieje zatem prawdopodobieństwo pojawienia się konieczności rozwiązania problemów, które nie istniały w dotychczasowym międzynarodowym systemie walutowym w kształcie, jaki utrwalił się po 1990 roku, a więc odmiany post-brettonowskiego ładu ukształtowanego w I połowie lat siedemdziesiątych XX wieku.

---

<sup>123</sup> Tamże, s. 133-134.

Warto zauważyć, że rosnąca deglobalizacja może być korzystna dla zreformowania światowego porządku walutowego w kierunku zarówno powstania kilku regionalnych bloków monetarnych (prawdziwego systemu wielodewizowego), jak i zwiększenia roli Specjalnych Praw Ciągnięcia, ponieważ wyzwania powiązane ze zmianami po 2020 roku mogą stać się problemami długotrwałymi. Długie okresy kryzysów są niewątpliwie sprzyjającą okazją do przebudowy światowego systemu monetarnego i finansowego.

Czy jednak zmiana, która być może nastąpi, będzie pogrzebaniem ogólnej tendencji finansjalizacji, charakterystycznej dla współczesnego ładu finansowego? Można co do tego zachowywać sceptycyzm. Szczególnie, że narzędzia informatyczne i coraz to nowsze rozwiązania wirtualne pozwalają na bardziej wnikliwe sięganie po rozwiązania lokalne czy takie jak kryptowaluty, mogące jeszcze bardziej poszerzyć znaczenie finansjalizacji (w tym dyskretnej finansjalizacji) kosztem procesów realnych.

Najbliższa przyszłość pokaże, czy wydarzenia, które mamy możliwość obserwować od 2020 do 2022 roku będą przełomowe w międzynarodowych finansach. Już dziś widoczna jest ogromna dysproporcja w wielkości stóp procentowych i inflacji, skutkująca ujemnymi realnymi stopami procentowymi po obu stronach Atlantyku, a także w Polsce. Właściwie staje się to nową rzeczywistością modelu funkcjonowania systemów monetarnych, pytanie tylko jak bardzo długotrwałą<sup>124</sup>.

Z uwagi na niestabilność na rynkach finansowych, która może być wynikiem przechodzenia pomiędzy okresami wysokiej inflacji a dezinflacyjnymi tendencjami w okresach recesji gospodarczych, grupa krajów, w których wzrośnie niestabilność finansowa w warunkach autonomii polityki monetarnej na szczeblu krajowym może się powiększyć. Problem taki może dotyczyć np. Polski, w której, z uwagi na bliskie oddziaływanie konfliktu zbrojnego na terenie Ukrainy, stan taki, jak podwyższona inflacja i osłabianie się waluty krajowej wraz z jej niestabilnością, może trwać dłużej niż w strefie euro. Rozwiązaniem, choć trudnym do zaakceptowania, aczkolwiek możliwe, że skutecznym, może okazać się powrót do starań o wejście do strefy euro.

---

<sup>124</sup> Szpunar P., *Skąd się biorą ujemne realne stopy procentowe?*, w: „Obserwator finansowy”, 17.02.2021, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/skad-sie-biora-ujemne-realne-stopy-procentowe/>.



W mojej opinii, wraz ze wzrostem inflacji w dużej części świata oraz z powszechną „ucieczką do dolara”, skutkującą osłabianiem się krajowych walut i ich większą niestabilnością, warto wszcząć na nowo debatę o konieczności istnienia walut regionalnych. W następstwie czego, warto rozważyć ponowne wyznaczenie kursu Specjalnych Praw Ciągnięcia, w oparciu o koszyk najważniejszych walut regionalnych.

System waluty złotej dostosowany był do gospodarki światowej, której potrzeby dotyczące handlu zagranicznego nie wymagały rozwiązań bardziej złożonych. Z czasem w międzynarodowej wymianie gospodarczej brały udział waluty, których wartości formalnie były powiązane ze złotem, ale stanowiły formę pieniądza transakcyjnego o charakterze fiducyjnym. Podczas II wojny światowej najważniejszą walutą międzynarodową stał się dolar amerykański. Dominacji dolara nie przerwał ani upadek systemu dolarowo-złotego, ani przekształcenie go w system wielodewizowy, w którym przeważają kursy płynne lub mieszane reżimy kursowe.

Analiza ewolucji systemów walutowych pozwala na pozytywną weryfikację hipotezy pomocniczej, wg której organizacja międzynarodowego systemu walutowego w istotny sposób może określić rodzaj, zakres i funkcję pieniądza światowego.

## Powstanie i rozwój Specjalnych Praw Ciągnięcia

### 3.1. Pojęcie i powstanie SDR

Każdego roku w dniu 15 sierpnia mija kolejna rocznica zawieszenia wymienialności dolara na złoto. Wydarzenie to bezpośrednio przyczyniło się do upadku systemu Bretton Woods. Ten moment w historii skutkował nieodwracalnymi zmianami w funkcjonowaniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Jak wspomniałam w podrozdziale 2.3. niniejszej pracy, system Bretton Woods<sup>125</sup> powstał w wyniku konferencji 44 państw alianckich i w historii cywilizacji zapisał się jako pierwsze tak rozległe porozumienie walutowe. Porozumienie to miało na celu zachowanie wymienialności dewiz na złoto, a także stabilizację kursów. Kwestiami stabilizacji ekonomicznej miały zajmować się Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju powołane w tym samym czasie. Zasady porozumienia między krajami obejmowały kontrolę wymiany kursów walutowych mieszczącą się w jednoprocentowym przedziale zmienności. Wymienialność na złoto, nawet jeśli istniała jedynie w formie teoretycznej była tu kluczowym aspektem. Utrzymano ją do początku lat siedemdziesiątych.

#### 3.1.1. Integracja walutowa w Europie

Jedną z dwóch kluczowych przyczyn, z powodu których doszło do integracji walutowej w Europie był właśnie kryzys systemu Bretton Woods<sup>126</sup>. Dotychczasowe dokonania EWG były zagrożone poprzez słabnącą pozycję dolara, a także niewątpliwie rozpadający się, wcześniej uznany za właściwy, porządek oparty na stałych kursach walutowych. W sytuacji gdzie światowy system walutowy nie cechował się najlepszą kondycją, kraje EWG zdecydowały się na utworzenie autonomicznej strefy walutowej<sup>127</sup>. Priorytetem było zbudowanie mechanizmów kursowych, które stabilizowałyby wahania pomiędzy walutami narodowymi oraz w relacji do dolara. Jednym ze wspomnianych wcześniej planów reformy, był Plan Wernera, jednak jego pierwszy projekt nie przewidywał wprowadzenia wspólnego pieniądza. W tamtym czasie jeszcze niewielu myślało o powołaniu wspólnego pieniądza światowego, który miałby wyprzeć dolara w pełnionej przez niego funkcji. Pozycja dolara w systemie Bretton Woods była tak dominująca, że

---

<sup>125</sup> W trzech pierwszych tygodniach lipca 1944 (1–22 lipca 1944) w hotelu Mount Washington w Bretton Woods w Stanach Zjednoczonych odbyła się United Nations Monetary and Financial Conference.

<sup>126</sup> Bilski J., Janicka M., Miziołek T., *Międzynarodowy...*, Op. cit., s. 31.

<sup>127</sup> Bilski J., *Proces tworzenia pieniądza międzynarodowego w Europie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 3.

nikt nie widział możliwości, aby plan wprowadzania waluty substytucyjnej miał szanse powodzenia.

W całej tej sytuacji można dostrzec paradoks. Usiłowano stworzyć autonomiczną strefę walutową, której główną rolą miało być uniezależnienie rynku od wpływu dolara, który w tamtym czasie był destabilizujący, opierając działanie całej strefy właśnie na walucie amerykańskiej. Dopiero doświadczenia z późniejszych dziesięcioleci pokazały, że tworzenie obszaru walutowego, który chce się nazywać autonomicznym, nie może opierać się na dolarze i jednocześnie zakończyć się pomyślnym skutkiem.

Z czasem jednak nastroje ekonomiczne ewoluowały, a dyskusja, która zbudowała się wokół propozycji Triffina szerzej opisanej w podrozdziale 2.3., zaowocowała koncepcją budowy systemu w oparciu o nową jednostkę – SDR – Specjalne Prawa Ciągnięcia.

### **3.1.2. Utworzenie i definicja Specjalnych Praw Ciągnięcia**

Otworzył się nowy rozdział w historii międzynarodowych stosunków pieniężnych. Na dorocznym posiedzeniu członków MFW w 1969 r. zdecydowano o wprowadzeniu w życie Specjalnych Praw Ciągnięcia jako nowego, bezgotówkowego, międzynarodowego środka płatniczego. W żargonie technicznym zaciąganie kredytu w MFW określa się słowami „zwykłe prawo ciągnięcia”. Stąd dla nowej waluty, służącej do udzielania kredytu członkom MFW na wyrównywanie salda bilansu płatniczego, wymyślono termin „specjalne prawo ciągnięcia”. Początkowo SDR został wyrażony w jednostkach monetarnych, których parytet był równoważny ówczesnemu parytetowi dolara amerykańskiego. Od 1974 r. wartość SDR wyznaczał „koszyk” 16 wybranych walut, a od 1981 r. „koszyk” 5 najsilniejszych walut. W ten sposób zapoczątkowano kreowanie międzynarodowej waluty, której zadaniem było wyrównywanie niedostatku złota. Efekty eksperymentu z SDR nie były zbyt udane, co mogło zniechęcić do podejmowania kolejnych prób<sup>128</sup>.

## **3.2. Emisje i rozdysponowanie SDR**

Międzynarodowy Fundusz Walutowy posiada władztwo w zakresie tworzenia bezwarunkowej płatności przez „ogólne emisje” w drodze przypisywania krajom SDR w ilości stosownej do udziałów, jakie mają poszczególne kraje członkowskie w

---

<sup>128</sup> International Monetary Fund, *Enhancing International Monetary Stability- A Role for the SDR?*, IMF, Washington 2011.

finansowaniu MFW, z wyjątkiem krajów najsłabiej rozwiniętych, które mają bardziej korzystne udziały niż udział ich składek do MFW oparty na nikłym potencjale gospodarczym.

### **3.2.1. Reguły emisji i skład koszyka Specjalnych Praw Ciągnięcia**

Artykuły MFW (Articles of Agreement) zawierają reguły, wedle których czynione są emisje Specjalnych Praw Ciągnięcia. Pierwszy z nich dotyczy długoterminowych i globalnych potrzeb w zakresie dofinansowań procesów ożywienia gospodarczego i unikania procesów stagnacyjnych i deflacyjnych, jak też nadmiernego popytu i wysokiej inflacji. Ponadto, stawia się warunek, iż wszelkie emisje SDR powinny mieć za sobą szeroką akceptację członków MFW, a zwłaszcza departamentu SDR (obecnie należą do niego wszyscy członkowie MFW). Emisja Specjalnych Praw Ciągnięcia jak dotąd miała miejsce kilkakrotnie. Łączna wartość dotychczasowych emisji ogółem to 660.7 mld SDR, co jest równoważne 935.7 mld USD. Specjalne Prawa Ciągnięcia są rozdzielane między członków MFW proporcjonalnie do udziału, jakie mają w finansowaniu składek Funduszu. Na tej podstawie, kraje rozwinięte posiadają 57,8% udziałów, natomiast 42,2% należy do wschodzących rynków i krajów rozwijających się. Wśród tej drugiej grupy, zaledwie 3,2% kwoty jest przeznaczony dla krajów o niskich dochodach<sup>129</sup>.

Emisja SDR jest zasadniczo bezkosztowa. Zwykle zawiera ona dwa elementy. Po pierwsze, wzrost liczby uczestników w mechanizmie obrotu SDR (wszyscy członkowie MFW) oraz sumy płatności, po drugie łączny wzrost posiadanych SDR rozumianych jako aktywa. Departament SDR w MFW płaci odsetki nałożone na posiadaczy SDR każdemu z członków Funduszu po takim samym oprocentowaniu. Tym samym, alokacja SDR jest relatywnie bezkosztowa dla wszystkich członków, ponieważ opłaty oraz odsetki netto spadają do zera, jeśli kraje nie wykorzystują swych przydziałów SDR. Ponadto, uczestnicy mechanizmu wnoszą bardzo małą roczną opłatę na pokrycie kosztów operacyjnych departamentu SDR w MFW (0,001%), naliczaną od skumulowanego udziału każdego uczestnika. Używanie SDR nie jest jednak wolne od kosztów całkowicie. Koszty pojawiają się gdy kraj redukuje ilość posiadanych Specjalnych Praw Ciągnięcia poprzez sprzedaż ich innym krajom. Kraje, które wymieniają swoje SDR na walutę wymiennalną, ponoszą opłaty netto z tytułu różnicy pomiędzy skumulowaną ilością SDR, do której są uprawnione, a ilością SDR, którą realnie posiadają.

---

<sup>129</sup> International Monetary Fund, *Questions and Answers (SDR)*, IMF, Waszyngton 2021.

Tabela 11. Przydziały i udziały w Specjalnych Prawach Ciągnięcia dla wszystkich członków na dzień 31 lipca 2022 r.

Data	Przydziały SDR	Udziały w SDR
31 lipca 2022	660,698,906,854	660,698,906,854
31 grudnia 2021	660,698,906,854	660,698,906,854
31 grudnia 2020	204,197,471,915	204,197,471,915
31 grudnia 2019	204,157,943,411	204,157,943,411
31 grudnia 2018	204,157,943,411	204,157,943,411
31 grudnia 2017	204,157,943,411	204,157,943,411
31 grudnia 2016	204,157,943,411	204,157,943,411
31 grudnia 2015	204,090,679,885	204,090,679,885
31 grudnia 2014	204,090,679,885	204,090,679,885
31 grudnia 2013	204,090,679,885	204,090,679,885
31 grudnia 2012	204,090,679,885	204,090,679,885
31 grudnia 2011	203,985,273,773	203,985,273,773
31 grudnia 2010	203,985,273,773	203,985,273,773
31 grudnia 2009	203,983,585,060	203,983,585,060
31 grudnia 2008	21,447,323,308	21,433,330,200
31 grudnia 2007	21,476,126,503	21,433,330,200
31 grudnia 2006	21,473,003,105	21,433,330,200
31 grudnia 2005	21,470,449,848	21,433,330,200
31 grudnia 2004	21,468,707,977	21,433,330,200
31 grudnia 2003	21,521,155,135	21,433,330,200
31 grudnia 2002	21,525,798,965	21,433,330,200
31 grudnia 2001	21,539,544,273	21,433,330,200
31 grudnia 2000	21,527,462,743	21,433,330,200
31 grudnia 1999	21,534,808,792	21,433,330,200
31 grudnia 1998	21,522,109,231	21,433,330,200
31 grudnia 1997	21,508,223,319	21,433,330,200
31 grudnia 1996	21,495,178,073	21,433,330,200
31 grudnia 1995	21,484,535,660	21,433,330,200
31 grudnia 1994	21,476,906,050	21,433,330,200
31 grudnia 1993	21,480,941,838	21,433,330,200
31 grudnia 1992	21,480,131,756	21,433,330,200
31 grudnia 1991	21,472,690,929	21,433,330,200
31 grudnia 1990	21,478,065,797	21,433,330,200
31 grudnia 1989	21,477,347,564	21,433,330,200
31 grudnia 1988	21,468,998,934	21,433,330,200
31 grudnia 1987	21,456,357,578	21,433,330,200
31 grudnia 1986	21,448,027,411	21,433,330,200
31 grudnia 1985	21,448,770,690	21,433,330,200
31 grudnia 1984	21,440,986,033	21,433,330,200
31 grudnia 1983	14,405,475,188	21,433,330,200

31 grudnia 1982	17,740,910,562	21,433,330,200
31 grudnia 1981	16,411,101,932	21,433,330,200
31 grudnia 1980	11,803,370,454	17,380,836,200
31 grudnia 1979	12,478,822,927	13,347,560,200
31 grudnia 1978	8,110,004,135	9,314,835,400
31 grudnia 1977	8,132,742,853	9,314,835,400
31 grudnia 1976	8,655,344,191	9,314,835,400
31 grudnia 1975	8,763,848,545	9,314,835,400
31 grudnia 1974	8,857,882,679	9,314,835,400
31 grudnia 1973	8,807,101,378	9,314,835,400
31 grudnia 1972	8,686,094,326	9,314,835,400
31 grudnia 1971	5,874,440,597	6,363,286,600
31 grudnia 1970	3,123,886,246	3,414,045,600

Źródło: International Monetary Fund, *Special Drawing Rights (SDRs) Allocations and Holdings for all members as of July 31, 2022*, IMF, Waszyngton 2022.

Następujący co pięć lat przegląd koszyka SDR jest związany z odbywającą się na plenum Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz wśród przedstawicieli rządów i akademickich ekonomistów całego świata dyskusją na temat przydziałów SDR poszczególnym krajom.

Koszyk wag poszczególnych walut wpływających na kurs SDR przedstawiał się od 2016 roku następująco:

- 41,73% dolar amerykański,
- 30,93% euro,
- 10,92% juan chiński,
- 8,33% jen japoński,
- 8,09% funt brytyjski <sup>130</sup>.

Po aktualizacji koszyka Specjalnych Praw Ciągnięcia z 1 sierpnia 2022, której głównym zadaniem było uwzględnienie zmian, jakie zaszły w gospodarce światowej w wyniku globalnej pandemii COVID-19<sup>131</sup>, podział procentowy dla należących do niego walut przedstawia się następująco:

<sup>130</sup> Pszczółka I., *Znaczenie zmian struktury koszyka walutowego specjalnych praw ciągnięcia dla ich pozycji w międzynarodowym systemie monetarnym*, Studia i Prace WNEIZ US nr 50/2, Szczecin 2017, s. 134.

<sup>131</sup> Tamże.

- 43.38% dolar amerykański,
- 29.31% euro,
- 12.28% juan chiński,
- 7.59% jen japoński,
- 7,44% funt brytyjski<sup>132</sup>

Szerzej określone dane historyczne na ten temat przedstawiam w poniższej tabeli.

Tabela 12. Zmiana udziału walut w koszyku SDR w latach 1981-2022 (%)

WALUTA	ROK									
	1981	1986	1991	1996	1999	2002	2005	2010	2016	2022
dolar amerykański	42	42	40	39	41,7	45,5	39,4	41,9	41,7	43,4
marka niemiecka	19	19	21	21	-	-	-	-	-	-
frank francuski	13	12	11	11	-	-	-	-	-	-
euro	-	-	-	-	29,3	30,3	35,6	37,4	30,9	29,3
jen japoński	13	15	17	18	16,8	12,9	12,9	9,4	8,3	7,6
funt brytyjski	13	12	11	11	12,5	11,3	12,1	11,3	8,1	7,4
renminbi	-	-	-	-	-	-	-	-	10,9	12,3

Zródło: Opracowanie własne na podstawie: 1. Pszczółka I., *Znaczenie Specjalnych Praw Ciągnięcia (SDR) w Międzynarodowym Systemie Walutowym* w: Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 174, Wrocław 2011, s. 323., 2. International Monetary Fund, *SDR Basket (IMF)*, IMF, Waszyngton 2016.

### 3.2.2. Emisje i wartość Specjalnych Praw Ciągnięcia

Specjalne prawa ciągnięcia zostały wyemitowane czterokrotnie. Po raz pierwszy miało to miejsce w latach 1970–1972, w trzech transzach łącznie 9,5 mld jednostek równych 1 dolarowi amerykańskiemu, drugi raz w latach 1979–1981 w kwocie 12 mld, również w trzech transzach. Trzeci raz emisja nastąpiła w roku 2009 i wyniosła 204,1 mld jednostek, z czego 21,4 mld dla 40 krajów, które są członkami MFW od 1982 (w tym dla Polski 3,12 mld po kursie 1,56 SDR/USD)<sup>133</sup>. Przydział 456,5 mld SDR (równowartość około 650 mld USD) wprowadzony 23 sierpnia 2021r. był odpowiedzią na długoterminowe globalne zapotrzebowanie na rezerwy. Emisja ta wzbudziła ogólne zaufanie i pomogła wesprzeć globalne ożywienie. Przynosi korzyści państwom członkowskim, pomaga

<sup>132</sup> International Monetary Fund, *IMF Executive Board Concludes Quinquennial SDR Valuation Review and Determines New Currency Weights for SDR Valuation Basket*, Press Release no. 22/53, Waszyngton 2022.

<sup>133</sup> Tamże.

rynkom wschodzącym i krajom o niskich dochodach, które zmagają się z skutkami kryzysu COVID-19. Ta ogólna alokacja, zdecydowanie największa do tej pory, jest doskonałym przykładem międzynarodowej współpracy w odpowiedzi na pandemię COVID-19.

W poniższej tabeli zaprezentowano wartości emisji SDR dla poszczególnych krajów łącznie, we wszystkich emisjach Specjalnych Praw Ciągnięcia, przeprowadzonych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Tabela 13. Wartości emisji SDR dla poszczególnych krajów, przekraczające sumę 1 mld SDR.

Kraj	Ilość przyznanych SDR w mld
Stany Zjednoczone	79,546
Japonia	29,540
Chiny	29,216
Niemcy	25,528
Francja	19,318
Wielka Brytania	19,318
Włochy	14,444
Indie	12,570
Rosja	12,368
Brazylia	10,583
Kanada	10,566
Arabia Saudyjska	9,577
Hiszpania	9,139
Meksyk	8,542
Holandia	8,373
Korea Południowa	8,226
Australia	6,299
Belgia	6,144
Szwajcaria	5,531
Turcja	4,465
Indonezja	4,455
Szwecja	4,246



Polska	3,925
Austria	3,796
Singapur	3,730
Norwegia	3,599
Wenezuela	3,568
Malezja	3,483
Iran	3,419
Irlandia	3,307
Dania	3,296
Tajlandia	3,078
Argentyna	3,056
Republika Południowej Afryki	2,924
Nigeria	2,352
Grecja	2,328
Finlandia	2,310
Zjednoczone Emiraty Arabskie	2,215
Czechy	2,090
Portugalia	1,975
Kolumbia	1,960
Filipiny	1,958
Egipt	1,952
Pakistan	1,947
Ukraina	1,928
Algieria	1,878
Węgry	1,859
Kuwejt	1,853
Izrael	1,841
Rumunia	1,736
Chile	1,672
Irak	1,595
Libia	1,508
Peru	1,279

Luksemburg	1,267
Nowa Zelandia	1,200
Kazachstan	1,110
Wietnam	1,105
Bangladesz	1,022
Demokratyczna Republika Konga	1,022

Zródło: Tamże.

Z powyższej tabeli można wywnioskować, że największe gospodarki azjatyckie, którymi są Japonia i Chiny, mają łącznie 59 mld SDR. To stosunkowo niewiele zważywszy na fakt, że Stany Zjednoczone są w posiadaniu 79 mld SDR. System ten zatem wciąż nie uwzględnia faktu, że łączny PKB Japonii i Chin przekracza PKB Stanów Zjednoczonych. Kluczowe cztery duże gospodarki tj. Niemcy, Francja, Wielka Brytania i Włochy posiadają łącznie sumę w wysokości 78,5 mld SDR, co jest wielkością porównywalną do wysokości zasobów Stanów Zjednoczonych. Kolejne kraje, posiadające zasoby SDR to trzy kraje należące do grupy BRICS, a mianowicie Indie, Rosja i Brazylia. Ich sumaryczny udział wynosi 35,5 mld SDR, a więc niewiele ponad połowę zasobów należących do Stanów Zjednoczonych czy czterech największych gospodarek europejskich. Ostatnim krajem posiadającym ponad 10 mld SDR jest Kanada. Wszystkie inne kraje znajdują się poniżej tego progu. Warto zauważyć, że w przedziale 5-10 mld SDR znajdują się takie kraje, jak Arabia Saudyjska, Hiszpania, Meksyk, Holandia, Korea Południowa, Australia, Belgia oraz Szwajcaria. W przedziale 4-5 mld SDR znajdują się 3 kraje, w przedziale 3-4 mld SDR zaś 11 krajów. Przedział 2-3 mld SDR posiada 6 krajów, zaś wartość udziałów o wartości 1-2 mld SDR posiada 21 krajów<sup>134</sup>.

Tabela 14. Wartość SDR wyrażona w dolarze amerykańskim oraz wartość dolara amerykańskiego wyrażona w SDR.

Rok (ostatni dzień roboczy grudnia danego roku)	US\$1 = ?SDR	SDR1 = ? US\$
1981	0,859	1,163
1982	0,905	1,105
1983	0,956	1,046
1984	1,020	0,980

<sup>134</sup> Tamże.

1985	0,910	1,098
1986	0,817	1,223
1987	0,704	1,419
1988	0,743	1,346
1989	0,761	1,314
1990	0,703	1,423
1991	0,699	1,430
1992	0,727	1,375
1993	0,728	1,374
1994	0,685	1,460
1995	0,673	1,486
1996	0,695	1,438
1997	0,741	1,349
1998	0,711	1,407
1999	0,729	1,372
2000	0,767	1,303
2001	0,796	1,257
2002	0,736	1,359
2003	0,673	1,486
2004	0,644	1,533
2005	0,700	1,429
2006	0,665	1,504
2007	0,633	1,580
2008	0,649	1,540
2009	0,621	1,610
2010	0,655	1,526
2011	0,651	1,535
2012	0,650	1,537
2013	0,649	1,540
2014	0,690	1,449
2015	0,722	1,386
2016	0,744	1,344
2017	0,702	1,424
2018	0,719	1,391
2019	0,723	1,383
2020	0,695	1,438
2021	0,714	1,310

Źródło: International Monetary Fund, SDR Valuation, IMF, Waszyngton 2022

Na podstawie danych z tabeli można dojść do wniosku, że poza większością lat osiemdziesiątych XX wieku, kiedy to wartość SDR silnie się zmieniała, z czasem stabilizowała się. W 1981 roku wyznaczona wartość SDR wynosiła 0,859 dolara amerykańskiego. Do roku 1984 odnotowywano tendencję zwykłą i wartość ta wzrosła

do 1,02 SDR za 1 USD. Następnie, doszło do odwrotnej tendencji, bo w 1987 roku za dolara płacono 0,704 SDR, nastąpiła wieloletnia stagnacja relacji wartościowej pomiędzy amerykańskim dolarem a SDR. Na przykład, w 1995 roku za 1 USD płacono 0,673 SDR. Od tego czasu zauważalny był stopniowy wzrost wartości SDR aż do 0,796 w 2001 roku. Po tym roku doszło do stabilizacji relacji kursu na poziomie przedziału 0,6-0,7 SDR za 1 USD w latach 2006-2014. W kolejnych latach, tj. 2015-2019 wartość ta kształtowała się w przedziale 0,7-0,75 SDR za dolara. Dopiero w pandemicznym 2020 roku kurs dolara ponownie spadł do wartości poniżej 0,7 SDR<sup>135</sup>. W kolejnym roku kurs dolara poprawił się.

### **3.3. Istota funkcjonowania SDR w gospodarce światowej**

#### **3.3.1. Zasady funkcjonowania Specjalnych Praw Ciągnięcia**

Wielu członków Funduszu oraz jeden posiadacz SDR mogą dokonać transakcji kupna-sprzedaży. Jest to główna postać zamiany SDR z innymi walutami. Międzynarodowy Fundusz Walutowy ułatwia takie transakcje i wykazuje pomoc w ich przeprowadzeniu. W sytuacji, gdy nie ma wystarczająco wielu chętnych na SDR, Międzynarodowy Fundusz Walutowy może wyznaczyć swoich członków z silnym dodatnim saldem bilansu płatniczego do zamiany swojej wymiennej waluty na Specjalne Prawa Ciągnięcia. Jest to tak zwany mechanizm „wyznaczania” czy też „desygnacji”, który ostatnim razem został użyty w 1987 roku. Odtąd nie było takiej potrzeby. Wartość stopy procentowej SDR jest ustalana w rytmie tygodniowym, co piątek, na bazie ważonej przeciętnej stopy procentowej trzymiesięcznego zadłużenia na rynkach pieniądza w kluczowych dla SDR pięciu walutach (dolar amerykański, japoński jen, euro, funt szterling i chiński juan)<sup>136</sup>.

W czasie obecnym uczestnicy Departamentu SDR oraz posiadacze SDR są uprawnieni do ich kupna i sprzedaży, jak też do stosowania opcji spot i forward. Mogą je również pożyczać od innych członków mechanizmu oraz udzielać pożyczek innym. Ponadto, mogą wykorzystywać SDR w formie swapów.

---

<sup>135</sup> Spoglądając na tabelę i kurs SDR, można łatwo zauważyć niestabilność w latach osiemdziesiątych XX wieku oraz względną stabilność od lat dziewięćdziesiątych XX wieku aż do 2020 roku. Przyczyną powstania tak istotnych różnic jest niestabilność rynków finansowych w latach osiemdziesiątych, związana z ich liberalizacją, a także z kryzysem finansowym i zadłużeniowym niektórych regionów świata, zwłaszcza Ameryki Łacińskiej, rzutującym na zachowania inwestorów w skali globalnej.

<sup>136</sup> Gąsiorowski P., *Międzynarodowy Fundusz Walutowy w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, NBP, Warszawa 2012, s. 32-34.

SDR mogą też służyć jako opcja pomocy dla krajów biednych i podatnych na międzynarodowe zawirowania gospodarcze. Uczestnicy Departamentu SDR o znaczącej pozycji w handlu i finansach międzynarodowych używali części z posiadanych SDR na cele pomocy krajom znajdującym się w kryzysie, zwłaszcza poprzez mechanizm MFW, zwany Poverty Reduction and Growth Trust's (PRGT), obejmujący instrumenty pożyczkowe. W trakcie ostatniego kryzysu gospodarczego związanego z globalną pandemią koronawirusa, fundusz ten osiągnął wartość 24 miliardów dolarów, z czego 2/3 czyli ok. 15 mld dolarów amerykańskich było pochodną zastosowania SDR. Tego rodzaju pomoc pożyczkowa jest bezodsetkowa. W przyszłości przewiduje się również uruchomienie funduszu (Resilience and Sustainability Trust), który ma być przeznaczony na walkę z kryzysem klimatycznym. Środki mają być wydane na zieloną i bardziej ekologiczną gospodarkę oraz odporny i zrównoważony wzrost gospodarczy. Planuje się także udostępnienie SDR ponadnarodowym bankom rozwojowym, aby oferowały pożyczki na ten cel. Należy podkreślić, że proces przydzielania SDR nie jest w żadnym razie formą pożyczki ze strony MFW. Kiedy MFW przydziela (alokuje) SDR, uczestnicy mechanizmu w Departamencie SDR otrzymują bezwarunkową płynność reprezentowaną przez oprocentowane aktywa (posiadanie SDR) oraz długoterminową wiarygodność w stosunku do Departamentu SDR<sup>137</sup>.

Istnieje wiele ról pełnionych przez Specjalne Prawa Ciągnięcia. SDR są używane przede wszystkim do bilansowania sald płatniczych uczestników MFW. Gdy kraje zgłaszają tę potrzebę MFW, SDR może zostać użyty do wymiany na inną walutę o znaczeniu krajowym. Zwykle przybiera to taką postać, że jeden członek MFW sprzedaje innemu krajowi - członkowi MFW pewną ilość SDR w zamian za otrzymanie zapłaty w walucie wymiennej. Taka transakcja jest monitorowana przez MFW tak, aby była przeprowadzona z uwzględnieniem bilansu płatniczego oraz wysokości rezerw walutowych krajów uczestniczących w transakcji<sup>138</sup>.

Co więcej, SDR są także używane do wypełniania finansowych zobowiązań. Kraje członkowskie MFW mogą otrzymywać pożyczki w Specjalnych Prawach Ciągnięcia po aktualnych terminach zapadalności zadłużenia długoterminowego i

---

<sup>137</sup> International Monetary Fund, *Questions...* Op.cit., (dostęp: 02.09.2021).

<sup>138</sup> CFI Team, *Special Drawing Rights (SDR)*, Corporate Finance Institute, 2022, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/special-drawing-rights-sdr/>, (dostęp 14.08.2022).

stopach procentowych. Następnie mogą one spłacać pożyczki wraz z odsetkami za pomocą tych samych SDR o niskiej stopie procentowej<sup>139</sup>.

Stopa procentowa SDR jest wyznaczana w rytmie cotygodniowym w oparciu o procent zapisów na kwoty i obciąża członków funduszu biorąc pod uwagę ich udziały w tworzeniu SDR<sup>140</sup>. Oprócz udziałów SDR istnieją również przydziały (alokacje) SDR.

Przydziały Specjalnych Praw Ciągnięcia przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy są przydzielane jego członkom proporcjonalnie do wniesionych udziałów. Jeśli kraj członkowski posiada więcej SDR niż ich przydział, otrzymuje zwrot nadpłat skutkujący rzeczywistymi niższymi odsetkami. Jeśli zaś kraj członkowski utrzymuje mniejszą ilość SDR niż mu przydzielono, to musi płacić zwiększone odsetki z tytułu ubytku rezerw. Specjalne przydziały oznaczają, że wszystkie kraje mogą dołączyć do systemu SDR na równych prawach.

Jak wspominałam wcześniej, do MFW należy obecnie 190 krajów. By stać się członkiem organizacji, kraje, które chcą przynależeć do MFW, powinny najpierw aplikować w sprawie członkostwa, a następnie uzyskać zgodę dotychczasowych członków. Każdy członek MFW otrzymuje kwotę/przydział, który odnosi się do jego udziału w światowej gospodarce<sup>141</sup>.

Większość zasobów finansowych MFW jest generowana poprzez zapisywanie kwot na kontach. Każdy członek organizacji wnosi określoną kwotę, stosowną do relatywnej wielkości swojej gospodarki na tle gospodarki światowej. Aby system funkcjonował poprawnie, krajom najsłabszym ekonomicznie przyznana jest kwota wyższa niż wynikająca z ich udziału w tworzeniu światowego PKB<sup>142</sup>.

Bezpośrednią korzyścią z ogólnej alokacji SDR, a w rzeczywistości celem takiej alokacji na podstawie Statutu Funduszu, jest uzupełnienie istniejących aktywów rezerwowych w celu zaspokojenia długoterminowej globalnej potrzeby. Zwiększa to bufory i wzmacnia międzynarodową odporność gospodarczą. Pomagając w stabilizacji słabszych krajów, alokacja SDR może pomóc złagodzić ryzyko niestabilności

---

<sup>139</sup> International Monetary Fund, *Questions...* Op.cit., (dostęp: 15.09.2021).

<sup>140</sup> Hesse H., *Is There Still a Rationale for the SDR as a Source of Unconditional Liquidity in the International Monetary System?* w: Mussa M., Boughton J.M., Isard P., *The future of SDR in light of changes in the international financial system*, IMF, Waszyngton 1996. s. 160-168.

<sup>141</sup> International Monetary Fund, *Questions...* Op.cit., (dostęp: 15.09.2021).

<sup>142</sup> Hesse H., *Is...*, Op. cit.

gospodarczej i społecznej, zminimalizować efekty zewnętrzne i zwiększyć stabilność międzynarodowego systemu walutowego.

### **3.3.2. Warunki awansu SDR do funkcji pieniądza międzynarodowego**

I. Pszczółka, opisując współczesne waluty międzynarodowe<sup>143</sup>, zastanawia się, w jaki sposób poszczególne waluty mogą przejść etap internacjonalizacji i stać się walutą nie tylko krajową, ale walutą o zasięgu światowym. Dostrzega nieco odmienne funkcje, jakie pieniądź zaczyna pełnić w międzynarodowym systemie walutowym. Przede wszystkim, znacząco spada znaczenie pieniądza jako środka rezerwowego, natomiast wzrasta znaczenie międzynarodowego pieniądza jako środka płatniczego. Warto w tym miejscu za przykład podać pozycję, jaką osiągnął dolar amerykański w Ameryce Środkowej i na Karaibach. Jest popularny w objętej amerykańskimi sankcjami Kubie, a w Salwadorze został zalegalizowany jako jedyna waluta z powodu wyparcia rodzimej waluty w codziennych transakcjach<sup>144</sup>. Również kraje mające duże problemy płatnicze z powodu niskich cen surowców (Wenezuela) czy trudności związanych z wysokimi odsetkami od zadłużenia zagranicznego (Argentyna) niejednokrotnie stają w obliczu dolaryzacji niektórych dziedzin gospodarki. To, że takie zjawiska występują, prowadzi do postawienia pytania o to, dlaczego taką alternatywną międzynarodową walutą nie mogłaby być waluta dużo bardziej neutralna niż dolar, oparta na Specjalnych Prawach Ciągnięcia?

Obszarów, gdzie stosuje się walutę międzynarodową, poza prawnym kręgiem jej obowiązywania, jest wiele. Amerykański dolar pełni rolę drugiej waluty nie tylko w wielu krajach karaibskich czy latynoamerykańskich, bywał tak traktowany nawet w sąsiadujących z Unią Europejską Białorusi i na Ukrainie, gdy te dotykał kryzys walutowy lub polityczny. Podobne jest również znaczenie euro we wspomnianych wcześniej: Bośni i Hercegowinie oraz w Czarnogórze i Kosowie, gdzie euro stało się nieoficjalną walutą obowiązującą, powszechnie używaną w codziennych transakcjach płatniczych<sup>145</sup>. Rodzi to problem kształtowania się obszarów podatnych na stosowanie waluty międzynarodowej i stawia pytanie o to, jak to możliwe, że jedna waluta może

---

<sup>143</sup> Pszczółka I., *Współczesne...*, Op. cit. s.24-26.

<sup>144</sup> Swiston A., *Official Dollarization as a Monetary Regime: Its Effects on El Salvador*, International Monetary Fund, 2011, s. 3-5.

<sup>145</sup> Europejski Bank Centralny, *Euro poza Europą*, EBC, Frankfurt nad Menem 2022, [https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/euro\\_outside\\_europe.pl.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/euro_outside_europe.pl.html), (dostęp: 14.08.2022).

funkcjonować na obszarach znacznie się różniących pod względem gospodarczym, często bardzo oddalonych od siebie.

Warunki, jakie Specjalne Prawa Ciągnięcia powinny spełniać, aby mogły pełnić funkcję waluty międzynarodowej, wiążą się z rozszerzeniem ich roli w finansach międzynarodowych. Obecnie są one głównie lekarstwem na czas kryzysów dystrybuowanym przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w ograniczonych ilościach.

Należy rozpocząć zmiany od nazwy samej waluty. Nazwa Specjalne Prawa Ciągnięcia jest techniczna i nie wywołuje pozytywnych emocji. Nie zachęca potencjalnych użytkowników do stosowania. Warto byłoby stworzyć termin powszechny, nieograniczony tylko do kręgu cywilizacyjnego Zachodu lub innej części świata, ewentualnie czerpiący z języków starożytnych, aby nie dyskryminował swą nazwą użytkowników wielu nowożytnych państw świata.

Następnym krokiem byłoby stopniowe zwiększanie emisji światowego pieniądza przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Można sobie wyobrazić, że w przeciągu dwóch dekad pieniądzem tym objęto by cały handel międzynarodowy. Wiązałoby się to oczywiście z redukcją zastosowania dolara amerykańskiego i euro.

Kolejnym krokiem ku unifikacji światowych systemów walutowych byłoby przyjęcie stałych kursów nowej waluty międzynarodowej wobec waluty do tej pory najważniejszej, czyli dolara amerykańskiego, a z czasem stopniowo reszty walut, zaczynając od walut najważniejszych dla światowej gospodarki, kończąc na walutach najmniej znaczących. Wprawdzie równie dobrze można wyobrazić sobie odwrotny proces, ale w sytuacji wprowadzenia kursów stałych najpierw dla gospodarek najsłabszych znajdowałyby się one pod presją wykorzystania ich sztywnego kursu do narzucenia im importochłonnej polityki gospodarczej w rezultacie wspomaganej deprecjacji czy dewaluacji walut krajów najsilniejszych gospodarczo, które na końcu dopiero powiązałyby swe waluty z nową walutą międzynarodową. Jest to tym łatwiejsze, że waluty krajów mniej rozwiniętych są o wiele bardziej zmienne pod względem wyceny, niż waluty krajów wysokorozwiniętych.

Po okresie sztywnego powiązania własnej waluty z nową walutą międzynarodową (kraje o największej zmienności kursów mogłyby wprowadzić przejściowo kursy o



regulowanej zmienności, aby przejście na kurs sztywny nie było doświadczeniem zbyt gwałtownym dla ich gospodarek), wszystkie gospodarki światowe mogłyby przejść do reżimu dwuwalutowego, kiedy obok siebie funkcjonowałyby waluta lokalna oraz waluta międzynarodowa. W takim układzie rzeczy, stopniowo wycofywano by i ograniczano znaczenie waluty lokalnej, a coraz większą część krajowej i międzynarodowej podaży pieniądza stanowiłaby nowa waluta międzynarodowa. Taki proces wymagałby naturalnie znaczącej koordynacji między Międzynarodowym Funduszem Walutowym a centralnymi bankami poszczególnych krajów. Prawdopodobnie w przypadku bardzo dużych krajów, takich jak Stany Zjednoczone, Chiny, Rosja czy Indie, cały proces wspierany byłby także uczestnictwem banków komercyjnych.

W przypadku gdy funkcjonowałyby waluta międzynarodowa a oraz (zanikająca) waluta krajowa, gospodarka światowa stopniowo przechodziłaby do stanu jednawalutowości. W takim stanie należałoby gwałtownie wzmocnić proceder kontroli tak, aby waluty dotychczas krajowe nie wracały ponownie na rynek globalny, co jednak może wiązać się z wysokimi kosztami utrzymywania takiego aparatu kontrolnego. Dlatego lepszym rozwiązaniem niż jedna waluta globalna, która wymagałaby istnienia rządu światowego, mającego silne służby kontroli, jest opcja współistnienia waluty międzynarodowej i walut krajowych przy założeniu, że waluta światowa będzie jedyną walutą służącą przepływowi międzynarodowym, zaś w skali poszczególnych krajów waluta krajowa i międzynarodowa będą ze sobą konkurować i współistnieć. Przy takim stanie rzeczy, można byłoby zdecydować o dobrowolności reżimów kursowych wewnątrz kraju. Dany kraj i jego władze monetarne same ustalałyby, czy wiążą swoją walutę z walutą światową na zasadzie kursu sztywnego, kursu stałego z pasmem wahań czy też na zasadzie kursu płynnego. Wtedy, nowa waluta międzynarodowa byłaby punktem odniesienia dla innych walut, nie byłaby jednak od nich zależna.

Choć takie rozwiązanie stabilizowałoby pozornie wymianę walut to jednak rodzi ono wiele zagrożeń. Z uwagi na labilność gospodarek krajów rozwijających się i rynków wschodzących, wprowadzenie kursów stałych, mogłoby w krótkim czasie doprowadzić kurs do sytuacji w której nie odpowiadałby on kursowi równowagi. Metodą na uniknięcie takiego rozwoju zdarzeń jest wprowadzenie kursu płynnego z marżami wahań.

W szczególnych przypadkach, jak opieranie się danego kraju na eksporcie jednego produktu, którego ceny kształtowane są na rynkach światowych (np. ropa

naftowa, gaz, pewne surowce i artykuły rolne), kraj taki mógłby w większości wiązać swoją walutę z cenami danego surowca na rynku światowym wyrażonym w nowej walucie międzynarodowej. W zależności od swych potrzeb mógłby całkowicie opierać kurs własnej waluty na cenie eksportowanego surowca lub też częściowo łącząc go z kursem nowej waluty międzynarodowej.

Najważniejsze jednak, aby ziemski system walutowy spełniał szereg cech, ważnych dla systemu walutowego jako całości, dla gospodarki światowej, jak też z drugiej strony, nie ograniczał perspektyw rozwojowych krajów członkowskich światowej unii walutowej.

### **3.4. SDR w kontekście pieniądza międzynarodowego**

Specjalne Prawa Ciągnięcia jako wyjątkowa waluta z technicznie brzmiącą nazwą zasadniczo różni się od walut krajowych funkcjonujących w gospodarce światowej. Zanim SDR stanie się rzeczywistym pieniądzem światowym, jak chcieliby niektórzy strategicy gospodarki globalnej, a także np. przywódcy Chińskiej Republiki Ludowej, będzie pełnić specyficzne funkcje, jednak przed ich omówieniem, chciałabym lepiej nakreślić sam charakter tej waluty, poprzez wskazanie wyróżniających ją cech.

#### **3.4.1. Cechy SDR w kontekście pieniądza międzynarodowego**

Pierwszą wyjątkową cechą SDR jako pieniądza jest fakt kreowania go wśród członków MFW w proporcjonalnym stosunku do udziału, jakie państwa mają w radzie zarządzającej funduszem. Z tego powodu dominująca rola przypada Stanom Zjednoczonym, a następnie krajom strefy euro. Więcej na ten temat napiszę w pozostałej części pracy. Właśnie z tego „geopolitycznego” względu projekt SDR jest trudny do przeprowadzenia, ponieważ najważniejszą walutą światową jest dolar amerykański, będący walutą obowiązującą w kraju będącym największym płatnikiem składek funduszu. W drugiej kolejności dotyczy to krajów strefy Euro.

Drugą szczególną cechą SDR jest powstawanie podczas niejednorodnych emisji, zależnych od tarć politycznych wewnątrz Międzynarodowego Funduszu Walutowego, od sytuacji gospodarczej świata, a także od doktryn ekonomicznych mających większość wśród ekonomistów funduszu oraz w świecie akademickim. W szczególności daje się zauważyć zwrot od keynesizmu do monetaryzmu w latach siedemdziesiątych oraz

ponowny nawrót do keynesizmu po kryzysie finansowym następującym po 2007 roku. Tym samym emisja SDR jest wysoce zmienna w czasie<sup>146</sup>.

Trzecią cechą SDR jest fakt, iż w tej walucie wyrażane są wartości rezerw funduszu, gromadzone ze składek członkowskich i w wyniku wewnętrznego mechanizmu kreacji pieniądza. SDR jest walutą wirtualną, formą zapisu, która egzystuje przede wszystkim w takiej właśnie postaci. Pod tym kątem SDR jest pionierem wirtualizacji pieniądza w stosunku do innych walut świata, w tym tych najważniejszych. SDR nie posiada formy papierowej<sup>147</sup>.

Charakterystyka Specjalnych Praw Ciągnięcia jest złożona, co przekłada się niestety na to, że jest to instrument rzadko używany w zarządzaniu globalnym systemem finansowym.

W tym miejscu chciałabym powrócić do tematu emisji SDR szerzej opisanego w podrozdziale 3.2. Emisje Specjalnych Praw Ciągnięcia są wciąż nieduże, w efekcie czego mają nieznaczny wpływ na przemiany światowego systemu monetarnego. Choć emisje są nadal niewielkie, to charakteryzują się tendencją wzrostową, jednak ich częstotliwość jest mała. Problemem jest również fakt, że SDR, powiązany z kilkoma ważnymi walutami światowymi, poprzez ich udział w koszyku kształtującym jego wartość, ulega deprecjacji w czasie. Wskutek tego, zupełnie nieporównywalne są wartości emisji SDR z lat siedemdziesiątych XX wieku, oraz tych z XXI wieku. W związku z tym powstaje pytanie, co zrobić, aby uczynić ten rzadko stosowany instrument immanentnym elementem nowego globalnego ładu monetarnego.

Tabela 15. Wielkość emisji SDR przez MFW.

Data emisji	Emitowana ilość (w SDR)
1970-1972	9,3 mld
1979-198	12,1 mld
sierpień 2009	161,2 mld
wrzesień 2009	21,4 mld
marzec 2011	20,8 mld

<sup>146</sup> Obstfeld M., *The SDR as an International Reserve Asset: What Future?* Rapid Response 11/0885, IGC, California 2011.

<sup>147</sup> Flor E., *SDR: From Bretton Woods to a world currency*, Peter Lang, Bristol 2019, s. 101-125.

sierpień 2021	456,5 mld
---------------	-----------

Źródło: 1. Williamson J. *Policy Brief: Drawing Rights*, The Peterson Institute for International Economics, Waszyngton 2009 2. International Monetary Fund, *Factsheet: Special Drawing Rights (SDRs)*, IMF, Waszyngton 2015.

Na podstawie powyższej tabeli można zaryzykować tezę, że XXI wiek uczynił SDR częściej stosowanym narzędziem. Zagrożenia związane z kryzysami finansowymi, które w dobie informatyzacji rozprzestrzeniają się bardzo szybko, prowadzą z dużą dozą prawdopodobieństwa do utrzymania tej tendencji. Przeszkodą w zwiększeniu częstości emisji z obecnej perspektywy (rok 2022) może być jednak wysoka inflacja w dużych obszarach świata, która może wzmocnić monetarystyczne i antyemisyjne podejście polityk krajowych i globalnej polityki monetarnej. Warto jednak zwrócić uwagę na korzyści jakie niesie za sobą zwiększenie ilości emisji, szczególnie gdyby traktować SDR jako pretendenta do roli międzynarodowej waluty cyfrowej.

Korzyści z wprowadzenia cyfrowej waluty międzynarodowej zostały przedstawione m.in. przez A. Fatás i B. Weder di Mauro. Ich zdaniem, do takich korzyści należą:

- redukcja kosztów płatności w szczególności płatności międzynarodowych
- zmniejszenie ryzyka związanego z konwencjonalną wymianą walut, która podlega wysokim wahaniom
- wsparcie inwestorów i rządów w zdywersyfikowaniu ryzyk związanych z wymianą walutową, jeśli chodzi zarówno o inwestycje portfelowe, jak i o spłaty zadłużenia zagranicznego przez państwa i przedsiębiorstwa
- zmniejszenie ryzyka dużych wahań wartości<sup>148</sup>

Według mnie SDR powinny zostać powiązane z każdą ważną walutą danego regionu czy kontynentu świata. Obok obecnych walut wchodzących w skład koszyka, powinny zostać do niego dodane takie waluty, jak brazylijski real, rand południowoafrykański, saudyjski rial, indyjska rupia i dolar australijski.

Rolą Specjalnych Praw Ciągnięcia od czasu powstania, aż do czasów obecnych było pomocnicze wspieranie najpierw standardu złota, a potem dolara amerykańskiego. Choć z rozważań zamieszczonych pracy wynika, że zwiększenie roli SDR w Międzynarodowym Systemie Walutowym jest rozwiązaniem korzystnym z punktu

<sup>148</sup> Fatás A. Weder di Mauro B., *Making (some) sense of cryptocurrencies: When payments systems redefine money*, CEPR, Paryż 2018.

widzenia jego sprawności i wraz z rozwojem MFW, SDR stały się formalnie kluczowym aktywem rezerwowym funduszu, to w rzeczywistości jednak udział SDR w oficjalnych aktywach rezerwowych samego funduszu, jak i krajów członkowskich, nadal pozostał nieznaczny.

Debata dotycząca międzynarodowego systemu monetarnego przybiera co pewien czas formę rozważań nad stworzeniem rzeczywistego systemu monetarnego o charakterze globalnym. Spowodowane jest to wielkimi nierównowagami w bilansie handlowym poszczególnych krajów, zwłaszcza tych o największym znaczeniu w gospodarce światowej. Po kryzysie 2007-2009 roku zaczęto zastanawiać się nad globalnym systemem płynności i ogólnoświatową polityką antycykliczną. Na spotkaniu w Londynie w kwietniu 2009 roku postanowiono o emisji Specjalnych Praw Ciągnięcia o wartości 250 mld dolarów amerykańskich.

Od 2016 roku dyskusja odnośnie SDR wzmogła na sile. MFW opublikował na ten temat artykuł<sup>149</sup>, a zwiększone zainteresowanie tematem przyniosło m.in. wejście w skład koszyka określającego wartość SDR chińskiego renminbi<sup>150</sup> oraz emisję instrumentów finansowych denominowanych w SDR, również w 2016 roku. Ogółem 21 krajów, głównie rynki wschodzące i kraje o niskich dochodach w ostatnich latach (2016-2021) sprzedały SDR o wartości 3,2 mld. Było to 75% wartości środków, które zostały alokowane w ich bankach centralnych.<sup>151</sup> W związku z tym pojawia się pytanie, co zrobić, aby przyznawane SDR były przetrzymywane dłużej?

Do tej pory, próby emitowania i promocji prywatnych obligacji na rynku nie były udane, przede wszystkim z powodu problemów z koordynacją całego przedsięwzięcia. Potencjalni emitenci nie chcieli brać na siebie odpowiedzialności za emisję obligacji w SDR w obliczu niewiedzy o tym, jak wiele innych podmiotów zdecydowałoby się na ten krok w dalszej przyszłości<sup>152</sup>.

W sferze komercyjnej Specjalne Prawa Ciągnięcia są obecnie wykorzystywane w

---

<sup>149</sup> International Monetary Fund, *Launches New SDR Basket Including Chinese Renminbi, Determines New Currency Amounts*, IMF, Waszyngton 2016.

<sup>150</sup> Gruszecki T., *Juan wychodzi z cienia, wchodzi do koszyka SDR*, Obserwator Finansowy, Warszawa 2016, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/yuan-wychodzi-z-cienia-wchodzi-do-koszyka-sdr/> (dostęp 13.08.2022).

<sup>151</sup> International Monetary Fund, *Considerations on the role of the SDR*, IMF, Waszyngton 2018

<sup>152</sup> Hoguet G. and Tadesse S., *The role of SDR-denominated securities in official and private portfolios* w: Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap58h.pdf>, s. 1-4.

kilku ważnych transakcjach światowych. Przykładem takich transakcji są opłaty za tranzyt Kanałem Sueskim, dokonywane przez armatorów statków<sup>153</sup>. Pewna ilość organizacji międzynarodowych ma także swoje konta w SDR, na czele z ONZ i jej agendami, w tym MFW i Bankiem Światowym.<sup>154</sup> Z SDR powiązany jest Arabski Dinar Rozrachunkowy (AAD – Arab Accounting Dinar), który jest jednostką rozrachunkową Arabskiego Funduszu Monetarnego<sup>155</sup>. Co ciekawe, w przeszłości łotewski łat był walutą powiązaną stałym kursem z SDR<sup>156</sup>. Przyszłość SDR może leżeć w ujęciu go w portfele inwestycyjne wraz z innymi walutami po to, aby zapewnić większe zaufanie do tego typu portfeli, które będą ograniczać ryzyko związane z „nową” walutą, a jednocześnie przenosić na nią zaufanie w stosunku do współczesnych walut międzynarodowych.

### 3.4.2. Funkcje SDR w kontekście pieniądza międzynarodowego

Aby Specjalne Prawa Ciągnięcia stały się właściwie funkcjonującą walutą międzynarodową musiałyby pełnić funkcje charakterystyczne dla takiej waluty. Funkcje te zostały przedstawione na poniższym schemacie.

Wykres 12. Funkcje, jakie SDR musiałyby pełnić, jako waluta międzynarodowa.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Tabeli 2.

Pierwszą z funkcji jakie Specjalne Prawa Ciągnięcia musiałyby pełnić jako waluta międzynarodowa, jest funkcja obrotowa (wehikularna). Oznacza to, że SDR musiałyby być akceptowane na całym świecie przez każde państwo członkowskie MFW, a ich wymiana na inną walutę nie powinna sprawiać trudności.

<sup>153</sup> Perry M., *SDRs=Unit of Account for Suez Canal*, AEI, Waszyngton 2009.

<sup>154</sup> Pullmann R., *Fund UN with SDRs*, Global Challenges Foundation, Sztokholm 2018.

<sup>155</sup> Arab Monetary Fund, *Arab Accounting Dinar Exchange Rates*, AMF, Abu Dhabi 2022.

<sup>156</sup> Twarowska K., *The role of the exchange rate policy in the Latvian economy*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 48/2, 2014, s. 115.

Drugą z tych funkcji jest funkcja rezerwowa. Oznacza ona możliwość gromadzenia SDR jako rezerwy lub oszczędności przez państwa, banki centralne, organizacje międzynarodowe, ale także podmioty komercyjne czy nawet prywatne jednostki. Im więcej podmiotów stosowałoby SDR jako składnik swoich rezerw tym większe szanse na to, aby Specjalne Prawa Ciągnięcia stały się walutą międzynarodową.

Kolejną funkcją jest funkcja denominatora. Specjalne Prawa Ciągnięcia musiałyby nie tylko zostać denominatorem dla wielu lub dla wszystkich walut krajowych na świecie, ale także wyprzeć z tego miejsca obecne waluty czołowe takie jak dolar amerykański czy euro.

Czwartym aspektem, który powinien zostać spełniony w przypadku pretendowania do roli waluty międzynarodowej jest wzrost znaczenia Specjalnych Praw Ciągnięcia w transakcjach międzynarodowych o charakterze inwestycji portfelowych, które stanowią znaczną część kapitału będącego w obiegu na międzynarodowym rynku finansowym.

Ostatnim punktem, jest ustanowienie Specjalnych Praw Ciągnięcia jako czołowej jednostki rozliczeniowej i księgowej w transakcjach międzynarodowych. Specjalne Prawa Ciągnięcia musiałyby nie tylko wspierać dolara w pełnieniu tej funkcji jak to się dzieje dziś, ale zupełnie go zastąpić.

### **3.4.3. Zmiany statutu MFW w kontekście pełnienia przez SDR funkcji waluty międzynarodowej**

Statut Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF Agreement of Articles) jest najważniejszym dokumentem ustanawiającym kompetencje merytoryczne w zakresie funkcjonowania organizacji, a ponadto pełni istotną funkcję w określeniu roli Specjalnych Praw Ciągnięcia wewnątrz Funduszu, a także ról jego członków oraz uczestników Departamentu Specjalnych Praw Ciągnięcia. Statut ustanawia mandat kontrolny Międzynarodowego Funduszu Walutowego nad wszelkimi operacjami i transakcjami dotyczącymi Specjalnych Praw Ciągnięcia<sup>157</sup>.

Statut określa podstawowe struktury, które odpowiedzialne są za nadzór nad Specjalnymi Prawami Ciągnięcia. Wszelkie operacje i transakcje są prowadzone za pomocą Wydziału Ogólnego (General Department). Natomiast, operacje i transakcje

---

<sup>157</sup> International Monetary Fund, *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, Introductory Article, IMF, Waszyngton 2010.

dotyczące SDR są prowadzone przez Wydział Specjalnych Praw Ciągnięcia (Special Drawing Rights Department)<sup>158</sup>.

Jednym z najważniejszych punktów Statutu jest punkt dotyczący przypisania członkom pewnego udziału (kwoty), wyrażonej w SDR. Część kwot ustalono 31 grudnia 1945 roku podczas Konferencji Narodów Zjednoczonych. Członkowie, którzy przystąpili do MFW później, otrzymali nowe udziały w wyniku decyzji Rady Zarządzającej Funduszu (Board of Governors)<sup>159</sup>.

Każdy członek, który zgadza się na wzrost swojego udziału, a zatem i składki, w ciągu czasu określonego przez Fundusz, płaci MFW 25% wartości powiększonych udziałów w Specjalnych Prawach Ciągnięcia. Rada Zarządzająca może zgodzić się na wpłatę w innej walucie, w tym walucie kraju, którego zwiększenie udziałów dotyczy<sup>160</sup>. Dopuszczenie innych walut ogranicza rolę, jaką mogłyby tutaj pełnić SDR.

Przedstawiciele krajów rozwijających się, w tym przedstawiciele organizacji je reprezentujących, np. Grupy Afrykańskiego Banku Rozwoju (African Development Bank Group) krytykują nadmierny nacisk krajów rozwiniętych na to, by SDR zamiast zwiększenia strumienia alokacji, w tym do krajów afrykańskich, które są największą grupą krajów o niskim poziomie rozwoju, tworzyły rezerwy<sup>161</sup>.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy może przyjąć SDR zaoferowane przez członka Funduszu (państwa lub organizacji współpracującej) w zamian za ekwiwalentną ilość walut innych członków MFW<sup>162</sup>. Fundusz może dostarczyć też członkowi na jego żądanie Specjalne Prawa Ciągnięcia w zamian za ekwiwalentną ilość walut innych krajów członkowskich. Aktywa Funduszu w walutach krajów członkowskich nie mogą jednak być zwiększone ponad poziom, określony w Statucie<sup>163</sup>. Waluty, dostarczane albo przyjęte przez Fundusz, w tym ponowne zakupy powinny być zamieniane na SDR<sup>164</sup>, co byłoby korzystne dla przekształcenia SDR w walutę światową.

---

<sup>158</sup> Tamże, Introductory Article II.

<sup>159</sup> Tamże, Article III, Section 1.

<sup>160</sup> Tamże, Article III, Section 3 (a).

<sup>161</sup> An interview with Hassatou Diop N'Sele, Acting Vice-President for Finance and CFO, *Leveraging the power of Special Drawing Rights: how developed countries can help boost Africa's development.*, African Development Bank Group, 26.05.2022.

<sup>162</sup> International Monetary Fund, *Articles...*, Op. cit., Article V, Section 6 (a).

<sup>163</sup> Tamże, Article V, Section 6 (b).

<sup>164</sup> Tamże, Article V, Section 6 (c).



MFW nakłada opłaty za zakup przez członka Specjalnych Praw Ciągnięcia albo waluty innego członka MFW, trzymany na Ogólnym Rachunku Aktywów (General Resources Account) w zamian za wymianę waluty własnej. Opłata obciążeniowa nie powinna przekraczać 1,5%<sup>165</sup>. Jest to potencjalne utrudnienie dla zaangażowania państw do posługiwania się SDR. Gdyby opłata ta została zniesiona, zakup SDR byłby konkurencyjny w stosunku do zakupu walut innych członków Funduszu, gdzie opłata mogłoby pozostać na aktualnym poziomie 1,5%.

Statut wymaga również, aby kraj członkowski pokrywał wszystkie obciążenia (np. kary) w Specjalnych Prawach Ciągnięcia, a w rzadkich wypadkach może realizować te opłaty w walucie innego członka Funduszu, po uprzedniej konsultacji z tymi członkami MFW, które tę walutę emitują<sup>166</sup>.

Kolejnym obciążeniem, które może zastosować Fundusz jest podwyższenie, drogą większości 70%, wysokości wkładów poszczególnych krajów do wysokości udziału procentowego, lecz nie przekraczając 100% wartości wkładu określonego dla każdego członka<sup>167</sup>. W mojej opinii znacząco limituje to oddziaływanie SDR na ich dostępność w międzynarodowych transakcjach płatniczych. Gdyby zwiększono procent alokacji w stosunku do wkładu składki, jakie państwa wpłacają do MFW, część z tych płatności można byłoby użyć do budowy rezerw - w szczególności wśród krajów o niskich rezerwach oficjalnych i dużych problemach zadłużeniowych.

MFW może także akceptować płatności w złocie zamiast w SDR, we wszystkich płatnościach i transakcjach, które omawiane są w Statucie Funduszu<sup>168</sup>. Stanowi to wciąż ograniczenie dla SDR jako elementu rezerw, chociaż należy przewidywać, że z powodu trudności związanych z poszukiwaniem złóż, płatności w złocie będą stanowiły coraz to mniejszy udział w płatnościach ogółem.

Od tych krajów zaangażowanych w Międzynarodowy Fundusz walutowy, które są uczestnikami mechanizmu wymiany walutowej MFW, wymaga się aby sprzedawały własną walutę Funduszowi w zamian za SDR lokowane na Ogólnym Koncie Aktywów<sup>169</sup>. Postępowanie to z perspektywy Specjalnych Praw Ciągnięcia wydaje się

---

<sup>165</sup> Tamże, Article V, Section 8 (a).

<sup>166</sup> Tamże, Article V, Section 8 (e).

<sup>167</sup> Tamże, Article V, Section 8 (b,c).

<sup>168</sup> Tamże, Article V, Section 8 (d).

<sup>169</sup> Tamże, Article V, Section 9.

korzystne. Być może warto, aby podobne konta zostały stworzone między instytucją MFW i Bankiem Światowym oraz między MFW a Światową Organizacją Handlu (WTO). Powstanie nowych kont tego typu uczyniłoby SDR jednostką szerzej obecną w światowej gospodarce.

Statut Funduszu pozwala, aby każdy członek MFW mógł zakupić swoją walutę u innego członka MFW, jeśli to inne państwo uzyskało walutę pierwszego kraju poprzez bieżące transakcje albo gdy zamiana walut jest konieczna dla opłacenia bieżących transakcji<sup>170</sup>. Ten przepis Statutu można byłoby uzupełnić koniecznością zakupu SDR w wysokości pewnego odsetka wartości dokonywanej transakcji, w celu zwiększenia roli SDR na rynku walutowym. Pojawia się w tym miejscu szansa na stworzenie kanału, za pomocą którego można byłoby tworzyć nowy typ alokacji SDR w globalnym systemie finansowym<sup>171</sup>.

Zakłada się też, że członek MFW nie może żądać z dowolnego powodu kupna waluty zagranicznej od członków Funduszu w zamian za sprzedaż waluty własnej<sup>172</sup>. Zakaz ten jest korzystny dla wewnętrznego systemu rozliczania się, bazującego przede wszystkim na SDR jako jednostce co najmniej jednej z dwóch stron transakcji.

Całkowita ilość głosów każdego członka powinna być równa sumie jego głosów podstawowych oraz głosów bazujących na udziale w składkach wpłacanych do Funduszu<sup>173</sup>. Podstawowe głosy każdego członka to liczba głosów, która wynika z równej dystrybucji ogólnej sumy w wysokości 5502% całkowitej liczby głosów, pod warunkiem, że nie ma ułamkowych głosów podstawowych<sup>174</sup>.

Głosy bazujące na udziale w składkach każdego członka MFW wynikają z przełożenia jednego głosu na każdą część składki równą 100 tysięcy SDR<sup>175</sup>. Głosy sumuje się przez dodanie głosów podstawowych oraz głosów, wynikających ze składek danego członka do MFW, gdzie 1 głos równy jest 400 tysięcy SDR pochodzących ze sprzedaży netto własnej waluty z ogólnych zasobów (aktywów) Funduszu do daty, kiedy

---

<sup>170</sup> Tamże, Article VIII, Section 4 (a).

<sup>171</sup> Środki te trafiałyby do krajowych banków centralnych, a następnie do banków komercyjnych i mogłyby służyć po wymianie na inne waluty poprawie sytuacji zadłużeniowej państw i sektora bankowego. Pforr T., Pape F., Murau S., *Special Drawing Rights and Elasticity In The International Monetary System*, Institute for New Economic Thinking, Nowy Jork 2022.

<sup>172</sup> International Monetary Found, *Articles...*, Op. cit., Article VIII, Section 4 (a,b).

<sup>173</sup> Tamże, Article V, Section 5 (a).

<sup>174</sup> Tamże, Article V, Section 5 (a – i).

<sup>175</sup> Tamże, Article V, Section 5 (a-ii).

głos w danej sprawie w Funduszu jest oddawany<sup>176</sup>. Głosy odejmuje się natomiast poprzez odjęcie jednego głosu z każdych 400 tysięcy SDR netto zakupionych z nadwyżką ponad sprzedaną walutą. Skomplikowany system wymiany i alokacji SDR powoduje, że SDR ma duże znaczenie w ramach MFW, ale jego znaczenie na zewnątrz instytucji jest ograniczone.

Wszystkie decyzje w Funduszu są podejmowane ponad połową głosów. Fundusz określa w skali rocznej, jaka część jego dochodu netto będzie przeznaczona na budowę rezerwy ogólnej lub rezerwy szczegółowej, a także, czy jakkolwiek jego część będzie dystrybuowana<sup>177</sup>. Pomimo tego, że Fundusz jest częścią struktur ONZ, rezerwy budowane w oparciu o SDR nie są znaczącą częścią rezerw finansowych innych agend Narodów Zjednoczonych poza Bankiem Światowym oraz samym Funduszem.

MFW może wykorzystać rezerwy specjalne na wszelkie cele, na które może przeznaczyć rezerwy ogólne<sup>178</sup>. Jeśli jakkolwiek dystrybucja pochodzi z dochodu netto w danym roku, to będzie ona rozdzielana członkom w stosunku do wielkości ich składek<sup>179</sup>. Fundusz, drogą większości 70% może zdecydować o redystrybucji rezerwy ogólnej, stosownie do wielkości składek wniesionych przez członków MFW<sup>180</sup>. Jeśli zasada ta zostanie podtrzymana, to SDR nie będzie nadal pełnił istotnej roli w światowym systemie walutowym. Aby proces ten zmierzał w innym kierunku, należy ustalić wyższe limity zamiany walut na Specjalne Prawa Ciągnięcia, nakreślić większą liczbę transakcji, gdzie by je wykorzystywano oraz zmniejszyć próg konieczny do podejmowania decyzji w tej sprawie z 70% do 50%.

Kompetencje MFW są silnie ograniczone koniecznością zgromadzenia wysokiej większości, koniecznej dla zmian Statutu. Z tego powodu wszelkie zmiany wewnątrz Funduszu zachodzą powoli. Kolejne alokacje Specjalnych Praw Ciągnięcia służą głównie utrzymaniu stabilności makroekonomicznej w kontekście globalnym<sup>181</sup>, jednak wciąż niewiele zmienia się w kontekście wykorzystania SDR w polityce inwestycyjnej, zwłaszcza w kwestii wzmocnienia infrastruktury krajów rozwijających się.

---

<sup>176</sup> Tamże, Article V, Section 5 (b-i).

<sup>177</sup> Tamże, Article XII, Section 6 (a).

<sup>178</sup> Tamże, Article XII, Section 6 (b).

<sup>179</sup> Tamże, Article XII, Section 6 (c).

<sup>180</sup> Tamże, Article XII, Section 6 (d).

<sup>181</sup> International Monetary Fund, *Guidance note for fund staff on the treatment and use of SDR allocations*, IMF Policy Paper, No. 2021/059, IMF, Waszyngton 2021

Zgodnie ze Statutem, MFW może otwierać konta inwestycyjne, i alokować na nich fundusze pochodzące ze sprzedaży złota. Może też na nie przenieść, po podjęciu decyzji 70% większością głosów, środki w walutach krajów członkowskich, przechowywane na Koncie Rezerwy Ogólnej. Wielkość tych środków nie może przekraczać sumy aktywów pochodzących z Rezerwy Ogólnej i z Rezerwy Specjalnej<sup>182</sup>. Fundusz może też wykorzystać walutę krajów członkowskich zgromadzoną na Koncie Inwestycyjnym, aby uzyskać waluty potrzebne do wydatkowania ich na cele związane z interesami MFW<sup>183</sup>. Jest to korzystne, aczkolwiek niedostateczne z punktu widzenia uczynienia SDR pieniądzem międzynarodowym.

W kwestii uprawnień do emisji SDR, MFW jest upoważniony do alokowania Specjalnych Praw Ciągnięcia w zgodzie z postanowieniami Artykułu XVIII członkom MFW, którzy są uczestnikami mechanizmu Specjalnych Praw Ciągnięcia<sup>184</sup>. Określanie wartości Specjalnych Praw Ciągnięcia jest jednak współcześnie skomplikowaną procedurą. Metoda określania wartości SDR może być wyznaczana przez Fundusz większością 70% głosów z sumy wszystkich głosów. Do zmiany zasad określenia wartości może dojść na tej samej zasadzie, tyle że pod warunkiem zapewnienia quorum (frekwencji) w wysokości 85% wszystkich głosów<sup>185</sup>. Taki oto system powoduje wysoką sztywność konstrukcji decyzyjnych związanych ze Specjalnymi Prawami Ciągnięcia. Jest to kolejne z ograniczeń, z powodu których SDR nie wychodzi w swoim funkcjonowaniu poza aktywa rezerwowe i alokacje w państwach członkowskich.

MFW może przypisać Specjalne Prawa Ciągnięcia krajom członkowskim lub instytucjom oraz określić zakres ich wykorzystania. Decyzja w tej sprawie musi być jednak osiągnięta 85% większością spośród całkowitej liczby głosów (zarówno podstawowych, jak i wynikających z wartości składek do MFW)<sup>186</sup>.

W swoich postanowieniach odnośnie do alokacji lub likwidacji jednostek SDR, MFW kieruje się potrzebami globalnymi<sup>187</sup>. Te potrzeby mogą wiązać się z uzupełnieniem rezerw, osiągnięciem równowagi w globalnym bilansie płatniczym, jak też

---

<sup>182</sup> International Monetary Fund, *Articles...*, Op. cit., Article XII, Section 6 (f-i).

<sup>183</sup> Tamże, Article XII, Section 6 (f-v).

<sup>184</sup> Tamże, Article XV, Section 1 (a).

<sup>185</sup> Tamże, Article XV, Section 2.

<sup>186</sup> Tamże, Article XVI, Section 3.

<sup>187</sup> Tamże, Article XVIII, Section 1 (a).

z prawdopodobieństwem zajścia odpowiednich procesów dostosowawczych w przyszłości<sup>188</sup>.

Według Statutu MFW, decyzje o alokowaniu lub umarzaniu SDR powinny być rozpatrywane w okresach pięcioletnich oraz z uwzględnieniem co najmniej rocznej przerwy pomiędzy poszczególnymi alokacjami lub umorzeniami<sup>189</sup>. Raty poszczególnych alokacji są wyrażane jako procent składek wniesionych w ostatnim roku przed decyzją o alokacji. Z kolei wartość umarzania jednostek SDR wyrażana jest jako odsetek skumulowanej wartości alokacji Specjalnych Praw Ciągnięcia. Odsetki nowej alokacji (przydziału) lub umorzenia powinny być określone w takim samym stosunku dla wszystkich uczestników mechanizmu<sup>190</sup>.

Fundusz może także zmienić długość przerw pomiędzy aktami alokacji lub umorzeń w trakcie pięcioletniego okresu bazowego lub też przyspieszyć nowy pięcioletni okres bazowy z uwagi na niezapowiedziany rozwój wypadków, taki np. jak światowy kryzys gospodarczy czy epidemia<sup>191</sup>.

Warto wspomnieć, że alokacja przeprowadzona 2 sierpnia 2021 roku, związana pandemią COVID-19, była nadszpiewanie wysoka. Jej celem była pomoc krajom rozwijającym się, które nie miały wystarczających środków na pakiety pomocowe dla swoich gospodarek w trakcie zamknięć (tzw. lockdownów) poszczególnych branż<sup>192</sup>. Losowy charakter tej zmiany nie został jednak zamieniony w bardziej trwałą formę pomocy i budowania rezerw w oparciu o SDR w przyszłości.

Decyzje co do alokacji i umorzeń (oraz co do przerw między poszczególnymi alokacjami i umorzeniami) podejmuje Dyrektor Zarządzający (Governing Manager) lub Rada Zarządzających (Board of Governors). Kompetencje w tej sprawie posiada również Rada Wykonawcza (Executive Board). Postanowienia dotyczące przyspieszenia tempa alokacji muszą zostać poparte przez większość 85% głosów z całości głosów, przypisanych na mocy uczestnictwa i składek<sup>193</sup>. Jest to wysoce nieelastyczna konstrukcja uniemożliwiająca „przesiąkanie” SDR do obiegu finansowego gospodarki i

---

<sup>188</sup> Tamże, Article XVIII, Section 1 (b).

<sup>189</sup> Tamże, Article XVIII, Section 2 (a).

<sup>190</sup> Tamże, Article XVIII, Section 2 (b).

<sup>191</sup> Tamże, Article XVIII, Section 3.

<sup>192</sup> Hallak I., *IMF Special Drawing Rights Allocations For Global Economic Recovery*, Briefing – European Parliament, EPRS, 2022, s.1-2.

<sup>193</sup> International Monetary Fund, *Articles...*, Op. cit., Article XVIII, Section 4.

powodująca zatrzymanie Specjalnych Praw Ciągnięcia w rezerwach lub transakcjach MFW, państw członkowskich i powiązanych organizacji.

Wedle statutu, wykorzystanie Specjalnych Praw Ciągnięcia może odbywać się tylko w ramach ograniczeń nałożonych przez ten statut<sup>194</sup>. Uczestnik jest uprawniony do wykorzystywania Specjalnych Praw Ciągnięcia w celu otrzymania ekwiwalentnej wartości waluty obcej od innego uczestnika mechanizmu SDR<sup>195</sup>.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy wprowadza nakazy na kraje członkowskie, dotyczące brania udziału w operacji wymiany SDR na inną walutę, lub odwrotnie<sup>196</sup>. Przymus, jakkolwiek zwiększa liczbę i wartość transakcji w SDR, to także wywołuje brak zaufania do tej jednostki. Wobec tego, kwestia elastyczności nowej przyszłej waluty międzynarodowej powinna być rozważana w kontekście reformy MFW i zmian wielu punktów Statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

W obecnym zapisie prawnym, uczestnik mechanizmu SDR ma możliwość wykorzystania Specjalnych Praw Ciągnięcia tylko wtedy, gdy ma problemy związane z nierównowagą bilansu płatniczego lub negatywnymi tendencjami dotyczącymi posiadanych rezerw walutowych. Ograniczeniem wykorzystania SDR jest również prawo do wykorzystania SDR w celu przemodelowania składu posiadanych rezerw<sup>197</sup>. Powoduje to, że Specjalne Prawa Ciągnięcia nie są brane pod uwagę jako cenny składnik rezerw walutowych.

M. Obstfeld pisze, że „jeśli SDR tworzone są w drodze alokacji, nie zaś substytucji, wtedy biorąc obecne uregulowania, poziom, do którego SDR mogą zastąpić dotychczasowe rezerwy walutowe, jest ograniczony”<sup>198</sup>, tym samym zwracając uwagę na niedostępność SDR na prywatnych rynkach finansowych.

Istotnym elementem Statutu MFW jest także obowiązek dostarczania waluty. Uczestnik mechanizmu nie może w wymianie SDR na inną pożądaną walutę przekroczyć

---

<sup>194</sup> Tamże, Article XIX, Section 1.

<sup>195</sup> Tamże, Article XIX, Section 1(a).

<sup>196</sup> Tamże, Article XIX, Section 1(c).

<sup>197</sup> Tamże, Article XIX, Section 3 (a).

<sup>198</sup> „If SDRs can be created only through the allocation process and not through substitution, then under current arrangements, the extent to which they can replace the currency reserves is self-limiting” w: Obstfeld M., *The SDR...* Op. cit., s. 3.

wysokości dwukrotności alokowanej przez niego wartości w ujęciu kumulatywnym<sup>199</sup>. MFW może nakazać uczestnikowi mechanizmu SDR, z dużą ilością rezerw, wymianę posiadanej waluty i przyjęcie SDR, nawet jeśli ten kraj posiada umiarkowany deficyt bilansu płatniczego. Wskazanie niektórych krajów do dostarczania waluty w zamian za SDR ma przyczynić się do zmniejszania nierównowag płatniczych pośród członków MFW i uczestników mechanizmu SDR<sup>200</sup>.

Stopa procentowa dla wszystkich posiadaczy aktywów jest taka sama<sup>201</sup>. Jednakże stopa ta ma na razie niewielkie znaczenie, ponieważ Specjalne Prawa Ciągnięcia nie służą jako jednostka kredytowa. Moim zdaniem, warto poszerzyć rolę SDR także do celów pożyczkowych. Do tej pory SDR służą jako środek budowy rezerw i zamiany SDR na dolary amerykańskie lub inne waluty międzynarodowe<sup>202</sup>.

Także inne elementy konstrukcji systemu SDR, takie jak obciążenia (charges) obejmują równą ilość wyrażoną procentowo w stosunku do skumulowanej wartości alokowanych SDR netto. Powiększane są w przypadku nadwyżki środków alokowanych nad wkładem członkowskim lub z uwagi na opłaty<sup>203</sup>. Tutaj również widać koncentrację na bieżącej równowadze ograniczającej podaż SDR, zamiast na większej ekspansji i równowadze długookresowej.

Fundusz określa stopę procentową w drodze głosowania większością 70% z całości głosów. Wielkość opłaty obciążeniowej jest równa stopie oprocentowania<sup>204</sup>. W związku z tym warto rozważyć postulat, aby ograniczyć wielkość quorum, w przypadku kilku ważnych decyzji dotyczących zarówno tworzenia rezerw, alokacji, jak i wymiany SDR.

Należy także postawić pytanie, czy zawieszanie transakcji w SDR jest konieczne? Być może państwa, które nie chciałyby uczestniczyć w mechanizmie SDR powinny być pozbawione niektórych atrybutów wykorzystywania Specjalnych Praw Ciągnięcia, nie

---

<sup>199</sup> International Monetary Fund, *Articles...*, *Op. cit.*, Article XIX, Section 4 (a).

<sup>200</sup> Tamże, Article XIX, Section 5 (a-i).

<sup>201</sup> Tamże, Article XX, Section 1.

<sup>202</sup> Fitch Wire, *Latin American Sovereigns Put IMF SDRs to Varying Uses*, Fitch Ratings, Nowy Jork 2021.

<sup>203</sup> International Monetary Fund, *Articles...*, *Op. cit.*, Article XX, Section 2.

<sup>204</sup> Tamże, Article XX, Section 3.

zaś wszystkich. Według mnie zbliżyło by to Specjalne Prawa Ciągnięcia do zwiększenia roli w gospodarce światowej.

W mojej ocenie również warte zakwestionowania są poczynania Rady Zarządczej (Executive Board), która większością 85% głosów całości może zawiesić na okres maksymalnie roczny operacje i transakcje związane w Specjalnych Prawach Ciągnięcia<sup>205</sup>. Uczestnicy Departamentu SDR mogą zostać zawieszeni w prawach używania SDR, jeśli nie spełniają obowiązków związanych ze składkami albo z wymianą walut na SDR lub odwrotnie<sup>206</sup>. Uważam, że tego typu obwarowania nie sprzyjają ekspansji SDR jako pieniądza międzynarodowego.

W Statucie MFW znajdują się utrudnienia i ograniczenia ekspansji SDR wymuszone ostrożnością harmonizacją składek (wkładów) i środków alokowanych przez Fundusz, a także liczne retorsje dotyczące poszczególnych uczestników (zarówno państwa, jak i organizacje współdziałające z MFW) w sytuacjach, w których nie tylko dokonują one pewnych czynności regulowanych Statutem z opóźnieniem, lecz także w sytuacji wyjścia uczestnika (państwa członkowskiego MFW) z Departamentu SDR, które jest równoznaczne z wyjściem z Międzynarodowego Funduszu Walutowego<sup>207</sup>.

Interpretacja Statutu MFW prowadzi do wniosku, według którego dokument ten został stworzony jako długoterminowe i stabilne zaplecze określonej polityki Funduszu i jego największych członków. Jednym z najważniejszych elementów Statutu jest określenie zasad funkcjonowania Specjalnych Praw Ciągnięcia oraz zasad ich alokacji. Jednocześnie zasady te są określone w taki sposób, aby zapisy odnoszące się do rzadkich alokacji SDR przez Fundusz były trudne do zmiany. Jest to zbieżne z polityką Stanów Zjednoczonych, a także krajów strefy euro, którym służy fakt, że 70% rezerw walutowych wszystkich krajów świata denominowanych jest w dolarze amerykańskim i euro. Niestety, alokowane SDR trafiają do rezerw walutowych rzadko.

Dodatkowy wniosek jest związany z trudnością przeforsowywania zmian wewnętrznych w Funduszu. Większości, jakie należy osiągnąć, rzędu 70% lub 80% całości głosów (uzależnionych przede wszystkim od wpłaconych składek, dawnego nominalnego PKB, niepowiązanych natomiast z populacją krajów) powodują, że wszelkie

---

<sup>205</sup> Tamże, Article XXIII, Section 1.

<sup>206</sup> Tamże, Article XXIII, Section 2(a).

<sup>207</sup> IMF, *Q1: What is the SDR?*, w: International Monetary Fund, *Questions...*, Op. cit..



istotne zmiany, które następują w MFW (w tym dotyczące problematyki ekspansji SDR) są uzależnione od grupy państw, które niegdyś budowały system Bretton Woods. Mimo, iż Fundusz obecnie prowadzi politykę odmienną od polityki z lat czterdziestych XX wieku, to wszelkie realne zmiany (np. spowodowane wzrostem znaczenia Chin) odbijają się w polityce MFW, jego strukturze i Statucie wolniej. Przejawia się to m.in. tym, że bez względu na realne znaczenie renminbi na świecie, o jego bycie i roli w koszyku SDR wciąż decydują kraje Europy i Ameryki Północnej.

W rozdziale trzecim zbadalam istotę Specjalnych Praw Ciągnięcia. Waluta ta stała się jednym z elementów systemu równoważenia międzynarodowego systemu finansowego w okresach globalnych kryzysów, wciąż jednak stanowi jednostkę mało istotną. Wartość Specjalnych Praw Ciągnięcia ustalana jest na podstawie koszyka, składającego się z pięciu walut, a emisja opiera się na alokacji transkrybowanych środków, wcześniej pozyskanych od krajów członkowskich MFW. Zależna od zapisów Statutu MFW emisja, ma jednak miejsce rzadko, przez co ma niewielkie znaczenie w kształtowaniu procesów związanych z globalnym systemem walutowym.

Analiza przedstawiona w rozdziale trzecim prowadzi do wniosku, według którego obecne zasady kreacji SDR i wprowadzania ich do obiegu nie sprzyjają awansowaniu Specjalnych Praw Ciągnięcia do roli waluty międzynarodowej. Aby SDR miały szansę na pełnienie takiej roli, Statut MFW należałoby poddać wielu zmianom. Z przeprowadzonego badania wyłania się także koncepcja, wg której Specjalne Prawa Ciągnięcia mogłyby stanowić atrakcyjne rozwiązanie dla krajów rozwijających się i emerging markets.

## **Perspektywy przekształcenia SDR w pieniądź międzynarodowy**

### **4.1. Koncepcje budowy nowego międzynarodowego ładu walutowego**

#### **4.1.1. Wstęp do analizy Specjalnych Praw Ciągnięcia jako pieniądź międzynarodowego**

SDR jest obecnie mało ważnym składnikiem światowego systemu monetarnego. Dominującą walutą pozostaje dolar amerykański. Jako waluta przejścia i waluta rezerwowa na terenie Europy, funkcjonuje euro. W mniejszym stopniu rolę tę pełnią funt brytyjski oraz frank szwajcarski. Poprawia się pozycja chińskiego juana, a osłabia, japońskiego jena. Poza rynkami finansowymi oraz niewielką częścią handlu zagranicznego, nie mają one jednak wielkiego znaczenia. W gospodarce światowej wyróżniają się nie tylko Stany Zjednoczone czy Unia Europejska i Chiny. Także pozycja Indii poprawia się znacząco, mimo iż rupia indyjska, wobec głównych walut światowych, słabnie<sup>208</sup>.

Stany Zjednoczone i Unia Europejska są zwolennikami własnych projektów walutowych. USA zależy na podtrzymaniu obecnego znaczenia dolara amerykańskiego i jego dominującej pozycji na światowych rynkach finansowych, w tym walutowych. Unia Europejska wspiera wzrost znaczenia euro na swoim terenie, w szczególności w obrotach z innymi krajami Europy oraz z częścią krajów Afryki, zwłaszcza tej mającej francuskie dziedzictwo kolonialne. Dominująca pozycja Stanów Zjednoczonych w gospodarce światowej przekłada się na dominację dolara amerykańskiego w skali globalnej. Rolę pieniądza światowego pełni zatem dolar amerykański, którego udział w międzynarodowych przepływach kapitałowych, na tle innych walut, jest największy. Procesy dolaryzacji we współczesnej gospodarce światowej są tak zaawansowane, że trudne do zmiany<sup>209</sup>. Tym niemniej dyskusja na temat powstania pieniądza międzynarodowego, niezależnego od walut narodowych trwa nieprzerwanie i szczególne

---

<sup>208</sup> *Currency caution: On the Indian rupee's depreciation* w: „*The Hindu*”, 23.07.2022, <https://www.thehindu.com/opinion/editorial/currency-caution-the-hindu-editorial-on-the-indian-rupees-depreciation/article65671013.ece#:~:text=The%20Indian%20rupee%20is%20experiencing,dollar%20mark%20earlier%20this%20week>, (dostęp 20.08.2022).

<sup>209</sup> Bilski J., *Dolaryzacja...*, Op. cit., s. 28-29.

natężenie osiąga w trakcie kryzysów ekonomiczno-finansowych o skali globalnej. Zagadnienie naprawy światowego systemu walutowego i oparcia go na ponadnarodowych i trwałych podstawach jest więc motywem kluczowym. Równie ważnym tematem jest integracja wszystkich państw świata w jednolitym systemie finansowym, gdzie przepływy międzynarodowe miałyby postać przepływów wyrażonych w pieniądzu światowym, np. w SDR.

Z pretendowaniem SDR do roli pieniądza międzynarodowego wiąże się złożona kwestia przemian technologicznej formy pieniądza, międzynarodowych zmian politycznych oraz postępującej globalizacji. Pomimo tego, że gospodarka światowa jest coraz bardziej wielobiegunowa, przyszłość Specjalnych Praw Ciągnięcia jest niepewna. Gdyby jednak organizacja systemu walutowego uległa znaczącej przebudowie, a w efekcie sposób funkcjonowania pieniądza międzynarodowego zmieniłby się, możliwe, że Specjalne Prawa Ciągnięcia stałyby się walutą międzynarodową, być może główną, a być może współwystępującą obok dolara i euro.

W toku analizy opartej na historii systemów walutowych przedstawionej w pracy, a także na sytuacji obecnej, nasuwa się myśl, że Specjalne Prawa Ciągnięcia nie mają szansy pełnić kluczowej roli w Stanach Zjednoczonych, czy Unii Europejskiej. W związku z tym, należy rozważyć zastosowanie SDR jako waluty alternatywnej dla dolara amerykańskiego oraz jej szerokie rozpropagowanie w krajach rozwijających się i emerging markets.

Krokiem w tym kierunku byłyby różnorakie formy intensyfikacji wykorzystania Specjalnych Praw Ciągnięcia właśnie w krajach rozwijających się czy też ogólniej, poza światem euroatlantyckim. Scenariuszy rozwoju tej sytuacji jest wiele, z czego niektóre z nich przedstawię w dalszej części tej pracy.

Wydaje się nieuniknionym, że tylko przeciwstawienie się dominującej pozycji dolara amerykańskiego i zaangażowanie się krajów rozwijających się, spowodowałoby znaczące zmiany. Względnie dobra wola MFW, jako emitenta SDR, może nie wystarczyć z uwagi na rolę i udziały, jakie pełnią Stany Zjednoczone w tej organizacji.

Przemiany form pieniądza i jego wirtualizacja potencjalnie sprzyjają obiegowi SDR w dużych przepływach finansowych, w tym głównie w transakcjach o charakterze międzypaństwowym. Warto również rozważyć wprowadzenie SDR w transakcjach

prywatnych, dotyczących codziennych płatności bezgotówkowych w krajach rozwijających się. Postulatem najbardziej radykalnym byłoby jednak wprowadzenie SDR w postaci gotówkowej. Takie rozwiązanie mogłoby być użyteczne przede wszystkim dla krajów przechodzących hiperinflację lub długotrwałą inflację. Specjalne Prawa Ciągnięcia przyjęte jako druga waluta powiązana z walutą krajową, lub tymczasowo ją zastępująca, pomagałyby w zmaganiach inflacyjnych krajom, które takiej pomocy potrzebują.

Niestety okoliczności, które wskazują na ryzyko, że tak się nie stanie są liczne. Wśród kluczowych wymienia się poziom popytu i podaży na rezerwy oraz płynność i równowagę tak zbudowanego systemu. Powstaje także pytanie, jak zwiększać poziom rezerw denominowanych w SDR? A także, czy należy zmniejszyć ilość rezerw wyrażonych w dolarach amerykańskich, euro i w pozostałych walutach? Więcej na temat zagrożeń związanych z SDR przedstawię w dalszej części pracy.

Perspektywy stworzenia międzynarodowego systemu walutowego w oparciu o Specjalne Prawa Ciągnięcia związane są z wieloma szczegółami o charakterze technicznym, takimi jak zakres funkcjonowania, na który składa się:

- liczba krajów i udział ich populacji w populacji świata;
- obecność lub nieobecność w sektorze publicznym, prywatnym lub w przepływach międzynarodowych;
- konkurencja ze strony innych walut globalnych;
- postać np. pieniądź wirtualny, gotówka czy inne;
- przydatność na rynkach finansowych jako środka inwestycji i spekulacji.

Wszystko to wymagałoby stworzenia od podstaw ustawodawstwa o charakterze prawa międzynarodowego, implementacji na poziomie krajowym oraz stworzenia lub dostosowania krajowej infrastruktury instytucjonalnej, która zajęłaby się redystrybucją pieniądza w poszczególnych krajach. Rozwiązania dotyczące redystrybucji mogłyby być bardzo różnorodne, począwszy od przydziałów przez MFW środków danym krajom, jak działo się do tej pory, prawu wymiany obligacji na SDR lub emisji nowych obligacji denominowanych już w SDR, czy też wprowadzenia SDR także w obieg gotówkowy

poprzez redystrybucję Specjalnych Praw Ciągnięcia w bankach, na giełdach i w krajowych bankach centralnych.

Stworzenie takiego systemu wymagałoby szczególnych uregulowań, które z pewnością budziłyby kontrowersje w wielu krajach. Tym niemniej, moim zdaniem, warto taką próbę podjąć.

Niniejszy rozdział obok stanowisk wybranych ekonomistów, będzie zawierał m.in. mój autorski wkład do dyskusji na temat pieniądza międzynarodowego oparty o dyskusje toczące się w literaturze światowej. Większa część tego rozdziału będzie opierać się na kilku propozycjach mojego autorstwa, które zakładają zwiększenie roli Specjalnych Praw Ciągnięcia w międzynarodowym systemie walutowym.

Będzie to próba hipotetycznego rozważenia powstania nowego systemu waluty światowej. Propozycje przeze mnie przedstawione nie będą rzecz jasna zakładać zaniku wszystkich walut światowych w krótkim okresie, ponieważ mogłoby to oznaczać chaos w międzynarodowym systemie walutowym. Rozważane przeze mnie kierunki rozwoju systemu walutowego zakładają powiązanie istniejących walut krajowych z SDR. A przede wszystkim pomoc w obliczu wysokiej niestabilności krajowych walut i wysokich wskaźników inflacji, poprzez sprawowanie funkcji systemu dostosowawczego, opartego na okresowych dewaluacjach lub rewaluacjach.

#### **4.1.2. Dyskusja ekonomistów**

Koncepcje budowy nowego międzynarodowego ładu walutowego budzą zarówno zainteresowanie, jak i kontrowersje oraz powodują rozliczne spory między ekonomistami. Samo awansowanie SDR do roli waluty kluczowej jest różnie postrzegane. To co łączy ekonomistów poruszających tematykę SDR to pewna nieśmiałość w kreśleniu wizji przyszłości, w której centralną rolę odgrywałaby waluta będąca rozwinięciem Specjalnych Praw Ciągnięcia.

Współczesnym ekonomistą popierającym istnienie i rozwój nowej globalnie dominującej waluty jest R. Cooper. W swoim projekcie harwardzki naukowiec rozważa projekt zastąpienia dolara w rozliczeniach międzynarodowych Specjalnymi Prawami Ciągnięcia<sup>210</sup>.

---

<sup>210</sup> Cooper R.N., *A Monetary System For The Future*, Foreign Affairs, Vol.63, No.1, De Economist, London 1984, s. 166-184.

Cooper przede wszystkim zauważa, że dominująca pozycja dolara amerykańskiego kształtowała się ewolucyjnie wraz z rosnącą rolą Stanów Zjednoczonych w polityce światowej. Inaczej przedstawiała się rola euro, którego pozycja wzrosła głównie poprzez zastąpienie dwóch czołowych walut zachodniej Europy – marki niemieckiej i franka francuskiego. Wcześniejsza dominacja funta brytyjskiego była natomiast spowodowana wiodącą pozycją gospodarczą Wielkiej Brytanii. Wprowadzenie SDR jako waluty międzynarodowej miałyby zmienić tendencję do dominacji walut krajów o najsilniejszej pozycji politycznej i gospodarczej na świecie<sup>211</sup>.

Zanim Cooper skupił się na przedstawieniu SDR jako następcy dolara amerykańskiego, dostrzegł pozytywy w rosnącej roli euro, które mogłyby zastąpić dolara w funkcjonowaniu jako waluta dominująca lub wręcz stać się jedyną walutą globalną. Jednakże, Cooper widzi znacznie większą fragmentację europejskiego rynku finansowego, uzależnioną od sprzecznych interesów narodowych i odmiennej sytuacji gospodarczej krajów strefy euro, co nie pozwala tej walucie osiągnąć takiego znaczenia, jakie posiada waluta amerykańska<sup>212</sup>. W przeszłości także funt brytyjski oraz jen japoński stawiany był jako potencjalny kandydat do bycia walutą światową, co w obliczu stanu gospodarki japońskiej wydaje się być iluzją. Potencjalne szanse na awans do roli waluty światowej ma natomiast juan chiński. Rozrost znaczenia tej waluty ograniczony jest jednak oficjalną polityką rządu chińskiego, czyniącą renminbi walutą niedowartościowaną dla dobra chińskiego eksportu, a także słabo rozwinięty rynek finansowy na tle krajów rozwiniętych<sup>213</sup>.

Cooper wysnuwa wniosek, że postępująca utrata przez dolara dominacji absolutnej, na rzecz przewagi relatywnej tworzy miejsce na zasadnicze zmiany we współczesnym systemie walutowym. W tym miejscu widzi on szansę na zwiększenie roli, jaką odegrać może SDR. Wysuwa on argumenty o charakterze zarówno teoretycznym, jak i praktycznym, z których jako najważniejszą przedstawia przesłankę o równości nowej waluty wobec wszystkich państw świata<sup>214</sup>.

---

<sup>211</sup> Cooper R.N., Cooper R.N., *Does the SDR Have A Future*, w: *Journal of Globalization and Development* Vol.1, Issue 2, Article 11., 2010, s. 8.

<sup>212</sup> Tamże.

<sup>213</sup> Tamże, s. 1-4.

<sup>214</sup> Tamże, s. 7-10.

W dużym stopniu do postulatów Coopera nawiązuje w swoich publikacjach J.A. Ocampo. Wg tego ekonomisty, najlepszą metodą zwiększenia roli SDR byłoby traktowanie Specjalnych Praw Ciągnięcia przetrzymywanych przez państwa jako depozyty w MFW, które fundusz mógłby pożyczać krajom w potrzebie. Jak wspomniałam w rozdziale trzecim, wymagałoby to zmiany artykułów Statutu oraz wpisania nowych obowiązków członków funduszu takich, jak przyjmowanie SDR jako środków płatności, co uczyniłoby je pieniądzem międzynarodowym<sup>215</sup>.

Wśród innych metod zwiększenia roli SDR jest również eliminacja bilateralnych linii kredytowych<sup>216</sup>. Wszystkie te posunięcia sprawiłyby, że bardziej aktywne wykorzystanie SDR prowadziło do osiągnięcia co najmniej trzech dodatkowych korzyści.

Po pierwsze, funkcjonowanie Specjalnych Praw Ciągnięcia rozszerzyłyby się na cały świat, być może nawet na wszystkie kraje, co uczyniłoby tę walutę, walutą powszechną.

Po drugie, zredukowałyby to popyt ze strony rynków wschodzących i krajów rozwijających się na tworzenie rezerw walutowych, w szczególności w dolarach amerykańskich, jako formę zabezpieczania się przed skutkami kryzysów finansowych.

Oddziaływanie obu tych korzyści mogłoby zostać wzmocnione, jeśli istniałoby porozumienie co do dopuszczenia i zwiększenia udziałów walut krajów rozwijających się i emerging markets w koszyku SDR<sup>217</sup>.

Po trzecie, zmiana ta spowodowałaby powstanie międzynarodowego systemu walutowego w dużym stopniu niezależnego od amerykańskiej polityki monetarnej oraz wzmocnienie roli rynków wschodzących i rozwijających się, a także instytucji Międzynarodowego Funduszu Walutowego<sup>218</sup>. System, który nie byłby oparty jedynie na dolarze amerykańskim mógłby zwiększyć zaufanie do niektórych innych walut świata, a także do samego MFW, postrzeganego dziś często jako wykonawcę woli Stanów

---

<sup>215</sup> Ocampo J.A., *Building a Better SDR*, Project Syndicate, 05.03.2021, <https://www.project-syndicate.org/commentary/new-sdr-allocation-calls-for-two-reforms-by-jose-antonio-ocampo-2021-03>, (dostęp 20.08.2022).

<sup>216</sup> Tamże.

<sup>217</sup> Tamże.

<sup>218</sup> Ocampo J.A., *Rethinking the Special Drawing Right could bolster the IMF's role in the global financial safety net*, IMF, Waszyngton 2019.

Zjednoczonych czy kilku krajów europejskich w aspekcie jego polityki zarówno o charakterze kredytowym, jak i walutowym.

Radykalnie odmienne stanowisko reprezentuje natomiast K. Rogoff. Dostrzega jednak wiele pozytywów związanych z ustanowieniem SDR jako światowej waluty, np. zmniejszenie segmentacji na międzynarodowych rynkach towarowych oraz nieproporcjonalność zmian kursów walutowych w stosunku do realnych zmian fundamentów gospodarczych (wzrost PKB, inflacja, saldo rachunków bieżących). Mimo to, nie zgadza się na zorganizowanie nowego systemu walutowego skoncentrowanego wokół SDR<sup>219</sup>.

Zarówno Rogoff, jak i Cooper dostrzegają, że praktycznym problemem, wynikającym z uczynienia SDR walutą globalną, może być określenie częstotliwości i skali emisji nowej globalnej waluty, tak aby spełniała potrzeby wszystkich krajów członkowskich. Po określeniu zasad równości tych krajów wobec globalnego emitenta waluty SDR, jakim jest i byłby Międzynarodowy Fundusz Walutowy (lub inny podmiot). Do tej pory emisja SDR została dokonana tylko kilkakrotnie, w związku z tym istnieje problem niskiej częstotliwości emisji. Należałoby ją uczynić zjawiskiem stałym, corocznym. Większość transakcji w SDR odbywa się do tej pory pomiędzy krajowymi organami monetarnymi krajów członkowskich, a samym MFW<sup>220</sup>.

Istotnym problemem praktycznym związanym z wprowadzeniem SDR do obiegu finansowego każdego kraju na świecie byłoby udostępnienie tej waluty podmiotom prywatnym, tak aby waluta stała się realnym środkiem płatniczym. Wymagałoby to, jak zauważa Cooper, czasu – być może kilku albo kilkunastu lat, tak aby proces ten nie zdeorganizował rynku finansowego na całym świecie w jednym momencie. Mogłoby to bowiem doprowadzić do politycznego wstrzymania tego procesu w wielu krajach, zwłaszcza w następstwie zmian władzy.

Cooper rozważa również konsekwencje wycofania z międzynarodowego rynku finansowego dolarów, euro i innych walut, zwłaszcza w handlu międzynarodowym. Proponuje on zastępowanie ich poprzez zamianę elektronicznego zapisu oraz w formie nowo wypłacanej gotówki z bankomatów. Zapewniłoby to większą płynność na rynku i

---

<sup>219</sup> Rogoff K., *Why not a single currency ?*, AEA Papers and Proceedings, American Economic Review, Vol.91, No.2, 2001, s. 243-244.

<sup>220</sup> Cooper R.N., *Does...*, Op.cit., s. 8.



uniknięcie chaosu związanego z całkowitą wymianą pieniędzy w sferze realnej<sup>221</sup>. Propozycje Coopera wydają się interesujące w kontekście wprowadzania SDR na prywatny rynek finansowy, a nawet w odniesieniu do typowych codziennych płatności.

Dodatkowym posunięciem zaproponowanym przez Coopera jest jednoczesna wymiana rezerw i innych aktywów rezerwowych na SDR (lub inną „walutę syntetyczną”) po stałym kursie przez określony czas (którego Cooper pod względem długości nie definiuje). Miałyby to być gwarancją spokojnej przebudowy portfeli przez deponentów rezerw i inwestorów oraz nabrania przez nich zaufania do nowej waluty międzynarodowej. Stały i niezmienny kurs miałby być przy tym panaceum na możliwości dokonywania gwałtownych spekulacji krótkoterminowych w okresie przed całkowitym ustanowieniem SDR jako waluty międzynarodowej<sup>222</sup>.

Ważnym głosem wśród ekonomistów–praktyków stała się także wypowiedź prezesa Ludowego Banku Chin Zhou Xiaochuana na temat roli SDR w obliczu kryzysu finansowego lat 2007-2009. W swoim przemówieniu z 29 marca 2009 roku („Reform the International Monetary System”)<sup>223</sup> stwierdził, iż według niego prążyć przyczyną tego kryzysu jest zjawisko tożsame z przedmiotem dylematu Triffina.

Fakt dominacji dolara w światowym systemie finansowym i monetarnym ma, zdaniem Triffina, swoje przykre konsekwencje w postaci nadwyżki globalnych oszczędności nad globalnymi inwestycjami. W żaden sposób nie zmienił tego upadek systemu Bretton Woods w latach 70. XX wieku. Owa przewaga globalnych oszczędności przejawia się obecnie przede wszystkim w ogromnych rezerwach walutowych, gromadzonych przede wszystkim przez rynki wschodzące, nie posiadające waluty, które mają status rezerwowy, lecz muszące o nią zabiegać, bez względu na to, czy jest to dolar amerykański (najczęściej) czy np. euro. Największym posiadaczem rezerw walutowych w skali świata są obecnie Chiny, kraj, który realizuje największe przepływy finansowe związane z handlem zagranicznym, jednakże nie w sferze przepływów finansowych pozostałych rodzajów, gdzie istnieje znacząca dominacja Stanów Zjednoczonych. Sektor finansowy tego kraju w dużym stopniu pozyskuje kapitał z rynków, które dysponują potężnymi oszczędnościami, takimi jak Chiny.

---

<sup>221</sup> Tamże., s. 9-13.

<sup>222</sup> Tamże., s. 10-12.

<sup>223</sup> Xiaochuan Z., *Reform the international monetary system*, BIS Review no. 41/2009, Bank for International Settlements, Bazylea 2009.

W efekcie prezes Chińskiego Banku Ludowego zaproponował wzmocnienie istniejących globalnych mechanizmów kontroli walutowej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz odejście od dolara amerykańskiego, jako dominującej waluty handlowej i rezerwowej na rzecz Specjalnych Praw Ciągnięcia<sup>224</sup>.

Zdaniem Xiaochuana, pożądanym celem reformy międzynarodowego systemu walutowego jest stworzenie takiej światowej waluty rezerwowej, która będzie niezależna od walut jakichkolwiek krajów, a jednocześnie będzie walutą stabilną w horyzoncie długoterminowym. Taka nadsuwerenna waluta (*super-sovereign*) byłaby zarządzana przez międzynarodową instytucję, która byłaby odpowiedzialna zarówno za emisję pieniądza, jak i kontrolę globalnej płynności<sup>225</sup>.

Zdaniem Xiaochuana, reforma powinna się opierać na „wielkiej wizji”, ale postępować w sposób ewolucyjny, który spowoduje sytuację długoterminową korzystną dla wszystkich krajów. Należy, wg niego, wyjść od korekty obecnego systemu i powołać instytucję monitorującą zagrożenia związane z nadciągającymi kryzysami finansowymi. W tym chiński bankier upatruje szansy na większą rolę SDR, jako narzędzia przemiany światowego systemu finansowego i zwiększenia poziomu jego bezpieczeństwa w kontekście globalnym.

Aby ten proces rozpocząć, Xiachuan proponuje zwiększyć alokację SDR oraz dokonać reformy reprezentacji poszczególnych krajów w MFW i systemie rezerw MFW. Aby docelowo zwiększyć znaczenie SDR w międzynarodowym systemie walutowym, proponuje on szeroko upowszechnić SDR w płatnościach w handlu zagranicznym i we wszelkich transakcjach finansowych, wycenie surowców, inwestycjach ponadnarodowych oraz w księgowości korporacyjnej.

Ponadto, Xiaochuan opowiada się za stworzeniem aktywów finansowych, denominowanych w SDR oraz poszerzeniem koszyka tworzącego wycenę SDR do walut większej liczby głównych gospodarek światowych, chociaż nie określa on, jaka ma to być liczba.

Dodatkowo, przewodniczący chińskiego banku centralnego, zasugerował większą centralizację zarządzania MFW, aby zmniejszyć rolę poszczególnych krajów optywujących

---

<sup>224</sup> Eichengreen B., *Exorbitant...*, Op.cit., s. 137.

<sup>225</sup> Tamże, s. 2.

za własnymi walutami jako walutami rezerwowymi, a zwiększyć rolę SDR. Jako rozwiązanie alternatywne, rozważa jednak powołanie osobnej instytucji (funduszu), która zajmowałaby się tylko emisją Specjalnych Praw Ciągnięcia. Obok tej zmiany, Xiaochuan proponuje również możliwość przeznaczania części rezerw denominowanych w SDR na cele rozwojowe i zabezpieczające stabilność finansową danego kraju<sup>226</sup>.

Wśród przeciwników waluty światowej, na czołowym miejscu znajduje się wspomniany wcześniej K. Rogoff. Uznaje on system jednej waluty światowej za pomysł naiwny, podając za przykład euro i euro strefę, gdzie stworzono cały szereg instytucji powiązanych oraz form integracji wzmacniających unię walutową. Należą do nich: wspólny rynek, standaryzacja nadzorów finansowych i praktyk regulacyjnych w stosunku do banków i innych podmiotów pośrednictwa finansowego. To nie wszystkie jego argumenty. Ponadto, dodaje on, że czynnikami, które powodują, że projekt jednej światowej waluty jest niepraktyczny, są:

- a) brak rządu światowego lub też instytucji globalnego nadzoru finansowego, akceptowanego przez wszystkie państwa, który byłby w stanie ustanowić taki bank światowy, który byłby zdolny zapewnić globalną równowagę finansową;
- b) konflikty polityczne między państwami oraz odmienne interesy gospodarcze mogą sprawić, że trudno będzie wyłonić globalnych bankierów centralnych o podobnej wizji, w skutek czego osiągnięcie większości w koordynacji globalnej polityki finansowej będzie trudne i przypadkowe, a ponadto w radzie światowego banku centralnego być może zasiądą osoby o bardzo różnym poziomie wykształcenia ekonomicznego, jeśli rada ta ma pochodzić również z krajów najmniej rozwiniętych, gdzie problem braku odpowiednich kadr merytorycznych jest powszechny;
- c) negatywny wpływ na innowacje w zakresie finansów międzynarodowych i wypuszczenia na rynek nowych postaci pieniądza (zakładając, że światowy bank centralny będzie monopolistą, jeśli chodzi o emisję waluty);

Rogoff uznaje obecny system, w którym SDR jest powiązany z koszykiem najważniejszych walut za najbardziej udaną możliwą formę istnienia waluty globalnej w

---

<sup>226</sup> Tamże, s. 2-3.

przyszłości oraz uznaje rolę, jaką pełni w tym Międzynarodowy Fundusz Walutowy, za wystarczającą.

Podsumowując, Rogoff uważa sam proces światowej konsolidacji walutowej za potrzebny, oczekując zmniejszenia w skali świata liczby funkcjonujących walut, aczkolwiek uznaje wszelką globalną integrację walutową za pochodną systemu opartego na kilku najważniejszych walutach globalnych, takich jak dolar amerykański, euro czy jen japoński. Nie uznaje również „jednej światowej waluty” za coś, co będzie potrzebne światowej gospodarce, uważając za słuszne funkcjonowanie mechanizmu konkurencji między różnymi walutami świata<sup>227</sup>.

Mimo iż, sprzeciw Rogoffa jest zdecydowany, jego stanowisko jest znacznie mniej radykalne niż stanowisko Hayeka. Pomimo, iż znany austriacki ekonomista dożywał starości, gdy złoto nadal było punktem odniesienia we wszelkich koncepcjach "waluty głównej", był on przeciwnikiem konstrukcji walutowych opierających się na powiązaniu ze złotem lub z innymi kruszcami. W latach siedemdziesiątych XX wieku noblista stwierdził, że jest zwolennikiem denacjonalizacji pieniądza, czyli oderwania walut od poszczególnych państw i tym samym ich umiędzynarodowienia, ale nie widzi sensu w dążeniu do jednej waluty światowej. Hayek popierał konkurencję wielu walut nie tylko krajowych, ale wraz z czasem, walut prywatnych, emitowanych przez podmioty komercyjne.<sup>228</sup>

#### **4.1.3. Najważniejsze zalety i ograniczenia systemu walutowego opartego na SDR**

Międzynarodowy system walutowy oparty na Specjalnych Prawach Ciągnięcia posiadałby, zarówno zalety jak i ograniczenia. W tym rozdziale skupię się w szczególności na tych pierwszych, ponieważ zależy mi głównie na tym, jak owe zalety mogłyby wpływać na funkcjonowanie takiego systemu w przyszłości.

Jedną z dobrych stron systemu opartego na SDR w porównaniu do systemu współczesnego jest większa stabilność. Specjalne Prawa Ciągnięcia są bowiem oparte na koszyku głównych walut, tym samym dywersyfikując ryzyko wahań walutowych i stóp procentowych dla poszczególnych walut. Są one bardziej stabilnym „przechowalnikiem” wartości i bardziej wiarygodną jednostką rozliczeniową.

---

<sup>227</sup> Rogoff K., *Why...*, Op.cit. s. 245-246.

<sup>228</sup> Hayek F.A., *Choice in currency. A way to stop inflation*, Hobart Paper, IEA, London 1976, s. 11,17, 22.

Dzięki integracji finansowej, jaka dokonałaby się za sprawą powszechności instrumentów denominowanych w SDR, zastępujących instrumenty denominowane w walutach krajowych, mogłoby dojść do ekonomicznego zjawiska skali w kontekście globalnym, polegającym na wyrównaniu się stóp procentowych dla krajów z podobnym ryzykiem kredytowym.

Nawiązując do argumentów, jakie w poprzednim podrozdziale przedstawiali Cooper i Xiaochuan, pierwszym krokiem w emisji SDR byłoby znaczące zwiększenie ich podaży. Biorąc pod uwagę, że rządy mogłyby emitować obligacje denominowane w SDR, ryzyko z tym związane przenoszone byłoby na ponadnarodowy podmiot, taki jak MFW lub wydzielony do tego celu fundusz. Ważnym zabiegiem, który mógłby okazać się użyteczny, byłoby również księgowanie przepływów związanych z zagranicznym handlem i finansami. Zwiększyłoby to poważanie SDR w środowiskach międzynarodowego biznesu.

Z uwagi na to, że kryzysy gospodarcze w dużym stopniu są pochodnymi zjawisk monetarnych, w tym niestabilności walutowej<sup>229</sup>, możliwe, że system oparty o SDR byłby to w stanie znacząco ograniczyć. Wysoce prawdopodobne jest, że SDR spowodowałby, że recesje wywołane kryzysami bilansów płatniczych byłyby rzadsze. Również przypadki długoletnich stagnacji gospodarczych mogłyby zostać ograniczone.

Przechodząc do czynników ograniczających wykorzystanie SDR jako waluty międzynarodowej, warto wskazać na dwa typy czynników. Po pierwsze czynniki wewnętrzne, do których zalicza się czynniki kreacji SDR oraz ograniczenia wykorzystania SDR. Po drugie zaś czynniki zewnętrzne, wśród których warto zaznaczyć wzrost znaczenia i wykorzystania juana chińskiego, oraz stale utrzymująca się dominacja dolara amerykańskiego<sup>230</sup>.

Wzrost znaczenia juana stanowi alternatywę dla zwiększenia roli SDR w międzynarodowym systemie walutowym. Dominacja gospodarcza Chin, zwłaszcza pod kątem handlu światowego, stanowi wyzwanie głównie dla Stanów Zjednoczonych. Jednakże w dziedzinie przepływów finansowych, niezwiązanych z handlem

---

<sup>229</sup> Ollivaud P., Turner D., *The effect of the global financial crisis on OECD potential output*, OECD Journal, Economic Studies Volume 2014, OECD, Paryż 2015, s. 42.

<sup>230</sup> Skopiec D. A., *Rola specjalnych praw ciągnięcia we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym*, Gospodarka Narodowa, Warszawa 2015, s. 3.

międzynarodowym, Chiny znajdują się wciąż daleko od Stanów Zjednoczonych, zajmujących pierwsze miejsce<sup>231</sup>.

Trendy rozwojowe w międzynarodowym systemie walutowym ograniczają do tej pory możliwości zwiększenia roli SDR. W chwili obecnej czynnikami ograniczającymi są głównie zwiększenie wykorzystania chińskiej waluty oraz utrzymująca się rola dolara amerykańskiego jako dominującej waluty międzynarodowej. Chińskie władze podejmują wiele kroków mających na celu zwiększenie międzynarodowej roli juana, w szczególności odnośnie uelastyczniania kursu i zwiększenia znaczenia międzynarodowego wykorzystania tej waluty.

Następują również zmiany mające przemodelować gospodarkę Chin, zmniejszając jej zależność od inwestycji i eksportu, a zwiększając od konsumpcji wewnętrznej. W jej ramach rozwijana jest również liberalizacja rynku finansowego i walutowego, ściśle kierowana i kontrolowana przez państwo oraz połączona z internacjonalizacją chińskiej waluty. Być może proces zwiększenia roli SDR i roli renminbi dałoby się połączyć, wykorzystując to, że Chiny mają szansę zostać kluczową gospodarką, rywalizującą ze Stanami Zjednoczonymi. Internacjonalizacja chińskiego juana jest jednak długotrwała i stopniowa. Naśladuje ona transformację chińskiej gospodarki, jaka następowała od końca lat siedemdziesiątych XX wieku do czasu, kiedy kraj ten wszedł do Światowej Organizacji Handlu (WTO). Dziś renminbi jest walutą, w której coraz częściej rozlicza się chiński handel zagraniczny oraz inwestycje bezpośrednie<sup>232</sup>. Ma to miejsce nie tylko na terenie kontynentalnych Chin, ale również na autonomicznym obszarze Hongkongu, który pełni rolę jednego z najważniejszych centrów pośrednictwa finansowego na świecie.

Rozwija się również współpraca Ludowego Banku Chin z innymi bankami centralnymi, między innymi poprzez udzielanie swapów walutowych krajom zachodnim, w celu zwiększenia płynności w renminbi poza Chinami i wsparcia rozliczeń transakcji międzynarodowych dokonywanych w chińskiej walucie. Odsetek handlu zagranicznego Chin rozliczany we własnej walucie rośnie szybko od 2009 r<sup>233</sup>. W 2013 r. chińska waluta

---

<sup>231</sup> Fratzscher M., Mehl A., *China's Dominance Hypothesis And The Emergence Of A Tri-Polar Global Currency System*, European Central Bank, Frankfurt nad Menem 2001.

<sup>232</sup> Zhang L., Tao K., *The Benefits and Costs of Renminbi Internationalization*, ADBI Working Paper Series, Tokio 2014, s. 3-11.

<sup>233</sup> M. Obstfeld, E.M. Truman, *The...*, Op. cit. , (dostęp 25.03.2021).

wyprzedziła euro na pozycji drugiej najważniejszej waluty międzynarodowej w rozliczaniu handlu światowego. Jej udział wynosił wówczas 8,66%, natomiast udział euro spadł do 6,64%. W 2020 roku natomiast było to 10,5%. Jak wspomniałam wcześniej, w roku pandemicznym MFW zgodził się wyemitować 650 mld SDR w celu podtrzymania globalnych przepływów finansowych w okresie pandemii. Posunięcie to zostało skierowane w dużej mierze do 75 krajów o niskich dochodach, w tym 62 mld SDR zostało przeznaczone na zabezpieczenie bezpośrednich konsekwencji skutków pandemii COVID-19. Tak wysoką kwotę alokacji wsparły Stany Zjednoczone. Programy wsparcia dla krajów o niskich dochodach są stosunkową nowością w ramach programów SDR, jeśli chodzi o natężenie w tej skali. Dotychczas były to niewielkie pakiety. Jak wspomniałam w podrozdziale 3.2.1. we wrześniu 2021 roku zdecydowano o przeznaczaniu puli 42,2% środków dla krajów rozwijających się i wschodzących, natomiast wciąż 57,8% otrzymały kraje rozwinięte. Było to jednak znacznie mniej niż w latach 70., kiedy kraje rozwinięte korzystały z ponad 70% wartości alokacji<sup>234</sup>.

Rozwój programów wsparcia dla krajów rozwijających się i o niskich dochodach nie będzie jednak znaczył wiele, jeśli nie zostanie poparty wspólnym przekazem tych właśnie krajów w kierunku zwiększenia alokacji SDR w tych krajach na stałe, co byłoby przyczynkiem do reformy ładu walutowego, dziś opartego w największej mierze na dolarze amerykańskim. Wymagałoby to jednak lobbingu politycznego i sojuszu z wszystkimi czołowymi krajami i organizacjami, które odchodzą od dolara. Z drugiej strony gdyby SDR był popierany politycznie przez szeroką koalicję krajów, przede wszystkim rozwijających się i emerging markets, powoli stawałby się nieusuwalnym elementem przyszłego systemu walutowego z uwagi na szybsze tempo wzrostu gospodarczego oraz liczby ludności tej grupy krajów.

## **4.2. Analiza porównawcza hipotetycznych scenariuszy rozwoju globalnego systemu walutowego**

### **4.2.1. Kryteria wyboru scenariuszy**

Scenariusz to, w znaczeniu, którego chcę tutaj użyć, zaplanowany lub przewidywany rozwój wydarzeń<sup>235</sup>. Jest to hipotetyczny rozwój wydarzeń, który w żaden sposób nie jest planowo wspomagany i który czasami jest brany pod uwagę przez ekonomistów czy

---

<sup>234</sup> Tamże.

<sup>235</sup> PWN, *Słownik języka polskiego*, PWN, Warszawa 1997-2022, <https://sjp.pwn.pl/slowniki/scenariusz.html> (dostęp 21.07.2022).

futurologów. Wobec tego skupię się przede wszystkim na własnych prognozach i propozycjach odnośnie przebiegu i obrazu scenariuszy. Ale zanim to uczynię, chciałabym wprowadzić kryteria, które posłużą do wyłonienia każdego z nich.

Podstawowym kryterium doboru scenariuszy jest kryterium waluty lub grupy walut pełniących funkcję dominującą w światowym systemie walutowym. Pierwszym ze scenariuszy jest model oparty na Specjalnych Prawach Ciągnięcia, jako nowej walucie globalnej, począwszy od waluty współwystępującej, aż do przeistoczenia w jedyną jednostkę stosowaną w rozliczeniach międzynarodowych. W dalszej kolejności zaprezentowany zostanie model wielodewizowy. We wstępie do analizy tego scenariusza znajduje się propozycja systemu hybrydowego opartego na rozliczeniach w dotychczas dominującej walucie – dolarze amerykańskim – oraz zwiększającej roli SDR. Finalnie scenariusz modelu wielodewizowego ze zwiększoną rolą SDR dla krajów rozwijających się, to model w którym istnieje wiele walut pełniących funkcję pieniądza międzynarodowego, ale kraje rozwijające się, przymuszone do funkcjonowania w ramach systemu zdominowanego przez silnych graczy z krajów rozwiniętych, zostają objęte dodatkowymi możliwościami realizowania większości przepływów międzynarodowych Specjalnymi Prawami Ciągnięcia. Ostatni scenariusz natomiast, będzie zakładał możliwość zaistnienia systemu wielobiegunowego o charakterystyce strefowej, obejmującej poszczególne rejony świata.

#### **4.2.2. Scenariusz systemu opartego na SDR**

W mojej opinii pierwszym krokiem do umożliwienia Specjalnym Prawom Ciągnięcia pełnienia funkcji waluty globalnej powinien być umiarkowany krok w postaci ramowej i dobrowolnej wielostronnej umowy pomiędzy licznymi krajami świata. Kluczowym aspektem byłoby doprowadzenie w pierwszej kolejności do porozumienia się największych gospodarek. Optymalną grupą krajów, która mogłaby to rozpocząć, byłaby grupa G-20. Jako grupa przedstawicieli 19 dużych gospodarek światowych (choć niekoniecznie mieszczących się w pierwszej dwudziestce gospodarek na świecie) oraz Unii Europejskiej, grupa ta posiada duże międzynarodowe znaczenie z punktu widzenia konwergencji narodowych celów, co ułatwia osiąganie celów globalnych. Grupa G-20 musiałaby w ramach konsultacji i porozumienia z Międzynarodowym Funduszem Walutowym, rozpocząć postępowanie prowadzące do globalnej integracji walutowej. Jednym z proponowanych postępowaniał byłoby dobrowolne koordynowanie przez



poszczególne kraje i bloki integracyjne (UE) własnej polityki rezerw w celu ustanowienia większej stabilności międzynarodowego systemu monetarnego.

Najważniejszym krokiem, który powinien zostać uczyniony w celu budowy międzynarodowego systemu walutowego opartego na SDR, jest nacisk na adekwatność rezerw (pod względem ich wysokości i dywersyfikacji walutowej), które w przyszłości spowodowałyby takie określenie wartości SDR, której wycena nie będzie zależna głównie od 2-3 walut.

Jednym z najważniejszych zadań w średnim okresie wydaje się monitorowanie przepływów kapitałowych. Taki monitoring polegałby na objęciu kontrolą nadmiernych nierównowag pomiędzy eksportem a importem kapitału. Jeszcze przed generalnym wprowadzeniem SDR do wszystkich transakcji międzypaństwowych, należałoby utworzyć mechanizm zamiany waluty transakcyjnej na SDR w typach transakcji generujących w danym państwie najwyższe różnice w przyływach i wypływach kapitału, zwłaszcza tych, które mają wpływ na nadmierną aprecjację lub deprecjację krajowej waluty, jak i takich, które tworzą nadmierne salda ujemne po stronie jednego kraju (lub obszaru walutowego, jak w UE) i nadmierne salda dodatnie po stronie drugiego kraju (czy obszaru walutowego).

W odniesieniu do budowy nowej infrastruktury rezerw pozanarodowych, warto byłoby położyć nacisk na stworzenie rachunku wymiany (substitution account), służącemu wymianie owych rezerw (walutowych) na rezerwy denominowane w SDR. Miałoby to znaczenie dla zmniejszenia roli, jaką pełni kilka walut dla reszty świata. Takie działanie zmniejszyłoby również przepaść, jaka istnieje pomiędzy kilkoma walutami międzynarodowymi, a większością walut narodowych, które nie mają dużego znaczenia lub ich istotność na rynkach walutowych jest niewielka.

W średnim okresie, należałoby położyć nacisk na szersze wykorzystanie SDR w transakcjach międzynarodowych. Przejawiałoby się to w ustanowieniu poszczególnych typów transakcji lub grup krajów, które kolejno przechodziłyby na rozliczenia w nowej walucie globalnej.

Jednym z najistotniejszych punktów byłyby zmiany dotyczące polityki emitentów i dzierżawców rezerw. Emitenci rezerw, czyli w dzisiejszej perspektywie głównie kraje Azji Wschodniej oraz kraje surowcowe, gromadzące duże rezerwy finansowe, w oparciu

o nadwyżki przepływów pochodzących ze sprzedaży ropy naftowej, gazu ziemnego, a rzadziej metali (kraje OPEC, Rosja, Chile) byłyby zobowiązane do zmniejszonego tworzenia zewnętrznych rezerw finansowych i całkowitego ich deponowania w postaci SDR zamiast walut konwencjonalnych. Z kolei dzierżawcy tych rezerw (czyli kraje, w których są one składowane, zwykle Stany Zjednoczone oraz kraje Europy Zachodniej) przyjmowałyby te środki bez konieczności prostego przełożenia na ich rynek finansowy, co zmniejszałoby szansę na pojawianie się kolejnych baniek spekulacyjnych, takich jak bańka odpowiedzialna za kryzys finansowy lat 2007-2009. Niemożność lub ograniczenia w emisji obligacji opartych na Specjalnych Prawach Ciągnięcia powodowałyby, że kraje rozwinięte nie finansowałyby swojego długu publicznego napływem inwestycji z krajów o daleko mniejszej sile nabywczej. Miałoby to zatem znaczenie z punktu widzenia zasady sprawiedliwości sformułowanej w ramach ekonomii normatywnej, tj. niefinansowania bardziej rozwiniętych gospodarek przez te mniej rozwinięte (wschodzące, rozwijające się)<sup>236</sup>.

Na pograniczu średniego i długiego okresu dotychczasowy postęp może zostać wzmocniony wielostronną umową ramową dotyczącą przepływów kapitałowych, która utrwali przywiązanie wszystkich stron do SDR i uchyli rolę dotychczas pełnioną przez kluczowe waluty rezerwowe. Przede wszystkim, będzie to pociągać za sobą przeorganizowanie aktywów rezerwowych krajów z grupy rynków wschodzących, które są grupą krajów w największym stopniu gromadzącą rezerwy w postaci zagranicznych aktywów. Operacja zamiany aktywów denominowanych w kluczowych walutach rezerwowych świata (dolar amerykański, euro, funt brytyjski, frank szwajcarski, renminbi chiński, jen japoński) z uwagi na wielkość i potencjalne zaburzenia na rynkach walutowych, powinna odbywać się w możliwie długim czasie. Jeśli same rezerwy Chin stanowią ponad 3,43 bln dolarów amerykańskich<sup>237</sup>, to wymaga to odpowiedniego okresu przystosowawczego, np. 10-15 lat.

W długim okresie, można byłoby wprowadzić kary umowne za wysokie nierównowagi bilansowe, które mogłyby stanowić istotny czynnik wspomagający przeprowadzanie całej operacji. Wymaga to pewnego mechanizmu wyrównawczego,

---

<sup>236</sup> Sen A., *Development as Freedom*, Oxford University Press, New Delhi 2000, s. 55-58.

<sup>237</sup> The World Bank, *Total reserves (includes gold, current US\$)* – China, IMF 1960-2021. <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=CN>

który mógłby być inspirowany ideami Keynesa, a w szczególności postulatem światowej waluty – bankora, oraz rzeczywistego mechanizmu ograniczonych wahań, jaki istniał w systemie Bretton Woods.

Dalszym krokiem mógłby być system rezerw oparty na SDR. Kluczem do jego prawidłowego funkcjonowania jest stworzenie takiej sytuacji, w której będzie on stanowił dominujący element systemu, a rezerwy walutowe w tradycyjnym rozumieniu będą stanowiły niewielką, bądź nikłą część systemu rezerw światowych. Warto rozpatrzyć także wariant, w którym wszystkie międzynarodowe transakcje finansowe byłyby przeprowadzane w SDR, obligatoryjnie w systemie elektronicznych przelewów, który i dziś stanowi decydującą część międzynarodowych przepływów. Rola gotówki zostałaby ograniczona przede wszystkim do przepływów dotyczących czarnego i szarego rynku, tj. produktów nielegalnych, w tym broni.

Ostatecznym krokiem miałyby być ukształtowanie SDR jako rzeczywistej waluty globalnej. Wymaga to znaczącego zwiększenia częstotliwości emisji Specjalnych Praw Ciągnięcia. Emisja, która do tej pory miała miejsce, tj. w latach 1969, 1978, 2009 oraz 2020, jest zbyt rzadka<sup>238</sup>. Globalne wprowadzenie waluty międzynarodowej wymagałoby emisji ciągłej, dokonywanej w każdym roku.

#### **4.2.3. Scenariusz modelu wielodewizowego ze zwiększoną rolą SDR dla krajów rozwijających się**

Jako wstęp do analizy tego scenariusza chciałabym przedstawić model zakładający współwystępowanie dolara amerykańskiego oraz Specjalnych Praw Ciągnięcia jako dwóch kluczowych elementów kształtujących nowy ład międzynarodowy w zakresie organizacji międzynarodowego systemu walutowego. Rozważając taki model, należy wyjść od kilku zastrzeżeń:

- scenariusz ten nie wyklucza funkcjonowania innych, istniejących dotychczas, walut, mających swoje miejsce w międzynarodowych transakcjach walutowych;
- scenariusz ten jedynie podkreśla, iż dolar amerykański i SDR byłyby łącznie elementem odpowiadającym za znacznie więcej niż połowę wszelkich transakcji finansowych odbywających się na świecie.

Warto zwrócić uwagę na to, dlaczego to właśnie dolar amerykański miałby być kluczową dla tego modelu jednostką występującą obok SDR. Naturalnie jako pierwsza

---

<sup>238</sup> Cooper R.N., *Does...*, Op. cit. s. 8.

nasuwa się odpowiedź, że dolar amerykański jest dominującą walutą w rozliczeniach międzynarodowych, o czym wspominałam wielokrotnie i wobec tego nie jest łatwo zmienić ten stan rzeczy, zwłaszcza że rezygnacja z dolara, jako środka wyceny i transakcji wielu światowych dóbr i usług ma duże znaczenie polityczne.

W zaproponowanym modelu hybrydowym rola SDR byłaby znacznie zwiększona w stosunku do modelu obecnie funkcjonującego. W praktyce Specjalne Prawa Ciągnięcia zastępowałyby w pewnym stopniu każdą z walut mającą znaczenie na rynku międzynarodowych transakcji finansowych. Wyobraźmy sobie, że Specjalnymi Prawami Ciągnięcia zostałyby objęte 50% przepływów międzynarodowych w dotychczas używanych walutach. Rodzi to „sprawiedliwy podział” w zakresie wymiany transakcji z udziałem konwencjonalnych walut na transakcje przeprowadzane w SDR, ale wiąże się z pytaniem o to, kiedy i w jakiego typu transakcjach, można byłoby dokonywać transakcji rozliczanych w Specjalnych Prawach Ciągnięcia.

Pojawia się tutaj kwestia wytypowania konkretnych rodzajów transakcji w skali międzynarodowej np. w drodze porozumienia państw członkowskich MFW, które byłyby rozliczane wyłącznie w SDR. Wg mnie należałoby zacząć od transakcji międzypaństwowych oraz od transakcji między państwami, a dużymi podmiotami gospodarczymi (agendy ONZ, korporacje multinarodowe). Są to podmioty najbardziej zinternacjonalizowane, dla których jedna waluta, stosowana zresztą w postaci zapisu cyfrowego, stanowiłaby potężne ułatwienie w działalności. Pozostałe transakcje, tj. transakcje podmiotów nie-multinarodowych, małych i średnich przedsiębiorstw, osób fizycznych czy organizacji pozarządowych, mogłaby odbywać się nadal w walutach konwencjonalnych.

W przypadku takiego scenariusza warto poruszyć również kwestię organizacji rezerw walutowych. Zwiększenie roli SDR w przepływach międzynarodowych wymagałoby również odpowiednika w postaci rezerw dewizowych nominowanych w znacznie większej mierze w Specjalnych Prawach Ciągnięcia, a w mniejszej mierze – w konwencjonalnych walutach mających znaczenie globalne. Moim zdaniem, potrzebne jest radykalne zwiększenie możliwości zastąpienia klasycznych rezerw walutowych, tworzących szereg nierównowag (nadwyżek i deficytów) w bilansach płatniczych, rezerwami w SDR. Rodzi się pytanie, czy nie należałoby stworzyć takiego eksperymentalnego systemu, w którym osiągnięcie wysokiego deficytu w bilansie

płatniczym byłoby częściowo zasilane emisją SDR na konto kraju posiadającego deficyt, zaś gromadzenie szeregu nadwyżek dewizowych wiązałoby się z brakiem praw do otrzymania alokacji SDR na rzecz państwa-członka osiągającego takie nadwyżki, bądź z „opodatkowaniem” nadmiernych nadwyżek na rzecz MFW.

Ostatecznie scenariusz modelu wielodewizowego ze zwiększoną rolą SDR dla krajów rozwijających się byłby rozwinięciem obecnie istniejącego modelu, gdzie mamy do czynienia z kilkoma walutami dominującymi w międzynarodowych przepływach finansowych z uzupełnieniem w postaci zwiększonej roli Specjalnych Praw Ciągnięcia. Jak mogłoby to wyglądać? Jednym z mechanizmów, który mógłby zwiększyć rolę SDR, byłby mechanizm uniezależnienia dużej grupy krajów rozwijających się, zwłaszcza tych najuboższych, od dolara amerykańskiego. To wymagałoby zmiany systemu alokacji SDR przy zwiększeniu ich ogólnej emisji w skali ogólnej oraz przeznaczeniu znacznej ich części np. 50% na cele, które pomagałyby krajom najsłabiej rozwiniętym, jak również tym, znajdującym się w pułapce zadłużenia (Grecja, Argentyna), wojny (Ukraina, Jemen) czy hiperinflacji (Wenezuela), w celu refinansowania zadłużenia zewnętrznego, stabilizacji waluty, polityki antyinflacyjnej, opanowywania katastrof humanitarnych, głodu czy klęsk żywiołowych. W związku z tym pojawia się pytanie, co musiałoby zmienić się w systemie alokacji Specjalnych Praw Ciągnięcia ?

Przede wszystkim emisja SDR na rzecz krajów najsłabiej rozwiniętych lub znajdujących się w przejściowo trudnej sytuacji musiałaby przybrać formę emisji corocznej. Byłaby ona oparta na pomocy np. 75 najbiedniejszym krajom świata z listy aktualizowanej np. co 2 lata, w związku ze zmianami w zakresie tempa wzrostu gospodarczego poszczególnych krajów i zmiany ich pozycji w światowym rankingu gospodarczym. Specjalny subfundusz dotyczyłby krajów znajdujących się w stanie klęski, wojny lub katastrofy. Natomiast emisje typowe, rozdzielane dla wszystkich krajów członkowskich MFW odbywałyby się przykładowo co 3 lata, z możliwością przyspieszenia emisji w latach kryzysu światowej gospodarki.

#### **4.2.4. Scenariusz wielobiegunowo - strefowego systemu walutowego**

Scenariusz ten stanowi najbardziej złożony model na tle poprzednich. Trudno przewidzieć, jak zachowają się poszczególne waluty w wysoce zróżnicowanym układzie. Jednakże, można spekulować, że w takim systemie, opartym na integracji regionalnej, największą rolę odgrywałyby waluty dotychczas najbardziej obecne na rynkach

walutowych, waluty obsługujące rynki co najmniej kilku państw, jak i waluty państw najsilniejszych w regionach lub nowe, regionalne waluty, podobne w swej konstrukcji do euro.<sup>239</sup>

Pierwszą ze stref stanowiłaby strefa dolara amerykańskiego. Wydaje się, że naturalnym terenem jej oddziaływania byłby obszar obu kontynentów amerykańskich, gdzie pozycja amerykańskich podmiotów gospodarczych jest bardzo silna i gdzie trudno o konkurencję, może z wyjątkiem chińskiego juana, w płatnościach surowcowych mniejszych krajów.

Druga ze stref, to oczywiście strefa euro, której oddziaływanie jest szerokie, jeśli chodzi o płatności związane z przepływami finansowymi i już dzisiaj obejmuje większość Europy. Można spekulować, że strefa oddziaływania euro zostałaby jedną z najmocniejszych stref i mogłaby oddziaływać także na Turcję, kraje Kaukazu czy Afryki Północnej<sup>240</sup>. Wydaje się, że euro jako waluta nie zostałaby zaakceptowana na terenie gdzie występują silne wpływy Rosji, a obecnie w Europie dotyczy to przede wszystkim terenów samej Rosji oraz Białorusi. Również Wielka Brytania, z silną pozycją funta szterlinga na rynkach finansowych, nie byłaby zainteresowana rezygnacją, z atutów własnej waluty.

Trzecią hipotetyczną strefą walutową mogłaby stać się strefa chińskiego renminbi, waluty coraz mocniej obecnej w przepływach finansowych. Gospodarka chińska jest na tyle duża, że pełni w Azji rolę dominującą. Z uwagi na silne udziały Chin w handlu międzynarodowym, a zwłaszcza w eksporcie do innych krajów, istnieje znaczące pole do rozszerzenia płatności w renminbi i stworzenia w przyszłości regionalnej strefy walutowej. W Azji ogranicznikiem może być pozycja jena japońskiego, a także polityczne i demograficzne znaczenie Indii.

Kolejną walutą, która mogłaby stworzyć swój własny obszar walutowy, jest jen japoński. Jen jest ważną walutą w przepływach finansowych, aczkolwiek jego rola obecnie maleje, głównie na rzecz waluty chińskiej. Mogłaby to zatrzymać integracja walutowa Japonii, Korei Południowej i Tajwanu, krajów prozachodnich, obawiających się chińskiej potęgi ekonomicznej i politycznej (w tym militarnej), choć być może ze

---

<sup>239</sup> BIS, *Regional currency areas and the use of foreign currencies*, BIS Papers No 17, Monetary and Economic Department, Bazylea 2003.

<sup>240</sup> Muller K., *The Euro and African Monetary Integration*, Australian National University, 2007, s. 16-17.

względu na pewne historyczne napięcia japońsko-koreańskie oraz ich współczesną rywalizację ekonomiczną, wymagałoby to stworzenia nowej waluty całkowicie od podstaw.

Następne potencjalne strefy walutowe to arabska strefa integracji oraz wspólna waluta świata afrykańskiego. Świat arabski, choć podzielony politycznie oraz religijnie (różne odłamy islamu) jest przewodzony przez grupę krajów, które możemy określić mianem liderów, należących do grupy dużych producentów ropy naftowej i gazu ziemnego. Kraje te mogłyby w oparciu o podobieństwo swych gospodarek i społeczeństw rozpocząć etap integracji walutowej na zasadzie podobnej do tej, jaka ma miejsce w Europie. Także w Afryce istnieje pole do budowy podobnej strefy, a jej podstawą mogłoby być stworzenie wspólnej waluty afrykańskiej na bazie franka CF, czyli franka środkowoafrykańskiego, waluty kilku krajów Afryki Środkowej i Zachodniej, będących dawnymi koloniami francuskimi.

Silne przesłanki do budowy własnej strefy walutowej przedstawia również funt brytyjski. Dotyczy to nie tylko samego Zjednoczonego Królestwa, ale innych krajów Brytyjskiej Wspólnoty Narodów, będących byłymi koloniami Imperium Brytyjskiego. Podstawy do rozwoju tej strefy istnieją przede wszystkim w Afryce wschodniej i południowej, w otoczeniu Półwyspu Indyjskiego oraz w Australii i Nowej Zelandii. Prawdopodobne jednak, że z uwagi na duże odległości i nie zawsze przychylne doświadczenia z okresu kolonizacji, funt brytyjski musiałby zmienić swą nazwę, by efektywnie pełnić rolę waluty transakcyjnej tego regionu (a być może i rolę waluty integrującej gospodarki tych państw).

Warto wspomnieć także o takich dwóch walutach jak rubel rosyjski i frank szwajcarski. Pierwszy z nich jest walutą Federacji Rosyjskiej, państwa dużego terytorialnie oraz posiadającego duży potencjał produkcyjny w zakresie paliw, a także potencjał militarny<sup>241</sup>. W następstwie czego Rosja posiada pewną siłę do stworzenia bloku zintegrowanego wokół własnej waluty, przeciwstawionego innym blokom politycznym, w szczególności tym tworzonemu w większości Europy lub zorganizowanym wokół Stanów Zjednoczonych. Znacznie mniejszy potencjał w tym zakresie przejawia Szwajcaria. Jej waluta posiada jednakże stosunkowo duże znaczenie

---

<sup>241</sup> Sharipzhan M., *Putin proposes new common currency among former Soviet states to replace the dollar*, w: Business Insider, Londyn 2015.

na rynkach finansowych, co jest efektem przepływów związanych z oszczędnościami zamożnych osób prywatnych. Kraj ten słynie z silnego przestrzegania tajemnicy bankowej i istnieją przesłanki, że z podobnymi, lecz w zasadzie mniejszymi krajami, nastawionymi na obsługę przepływów finansowych, mógłby stworzyć wspólną strefę walutową, choć rzecz jasna, to teza bardzo kontrowersyjna. Tym niemniej podobieństwo tego typu gospodarek i ich koncentracja na obsłudze przepływów finansowych rodzi tego rodzaju koncepcje.

Z uwagi na to, że poszczególne „bloki walutowe” prowadziłyby ze sobą handel międzynarodowy oraz obsługę innych międzynarodowych przepływów finansowych, potrzebne byłyby adekwatne rozwiązania dotyczące tworzenia wzajemnych rezerw. Dobrym rozwiązaniem mogłyby okazać się wspólne rezerwy poszczególnych ugrupowań-stref na rachunkach bankowych składanych w bankach państw tworzących inną strefę. Dodatkowo, warto zadbać o możliwość zadłużania się krajów-członków w bankach centralnych stref walutowych, do których przynależą, oraz o możliwość organizacji wspólnego rynku obligacji. Ponadto, konieczne byłoby wyrównywanie sald pozostałych pozycji netto z innymi blokami, i ewentualnie w ramach strefy walutowej.

Na koniec rozważań o strefowym systemie walutowym należy rozważyć scenariusz SDR jako waluty opartej na rezerwach krajów BRICS. Najnowsze dane (dane za 2021 rok) mówią, iż rezerwy Brazylii wynoszą 362,2 mld USD<sup>242</sup>, rezerwy Rosji - 632,2 mld USD<sup>243</sup>, a rezerwy Indii - 638,5 mld USD<sup>244</sup>. W porównaniu z tymi wartościami największe są rezerwy Chin - ponad 3,43 bln USD<sup>245</sup>. Bardzo niewielkie znaczenie mają natomiast rezerwy walut i złota Południowej Afryki (RPA) – jest to 57,6 mld USD<sup>246</sup>. Poniżej przedstawiono wielkość tych rezerw w ujęciu procentowym, biorąc pod uwagę fakt, że suma tych wyników, czyli 5120,5 mld USD równa się 100%.

---

<sup>242</sup> The World Bank, *Total reserves (includes gold, current US\$)* – Brazil, IMF 1960-2021. <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=BR>

<sup>243</sup> The World Bank, *Total reserves (includes gold, current US\$)* – Russia, IMF 1960-2021. <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=RU>

<sup>244</sup> The World Bank, *Total reserves (includes gold, current US\$)* – India, IMF 1960-2021. <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=IN>

<sup>245</sup> The World Bank, *Total reserves (includes gold, current US\$)* – China, IMF 1960-2021. <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=CN>

<sup>246</sup> The World Bank, *Total reserves (includes gold, current US\$)* – South Africa, IMF 1960-2021. <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=ZA>



Tabela 16. Koszyk SDR, gdyby tworzyły go waluty krajów BRICS.

Waluta	Udział w koszyku
chiński juan	66,98%
indyjska rupia	12,47%
rosyjski rubel	12,35%
brazylijski real	7,07%
południowoafrykański rand	1,12%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>

W potencjalnym koszyku, który mogłyby utworzyć kraje BRICS na rzecz SDR, dominującą i zdecydowaną pozycję miałyby Chiny z ponad 2/3 udziałów. Znacznie dalej, mając 12-13% rezerw w grupie BRICS znajdują się Indie i Rosja, przy czym wielkość rezerw Rosji jest zagrożona zmniejszeniem w wyniku wyczerpywania części rezerw na cele wojenne. Dość istotna w grupie jest jeszcze Brazylia. Jeśli Real brazylijski kształtowałby rezerwy SDR oparte na walutach BRICS, to odpowiadałby za 7% ich wartości. Najmniejsze znaczenie miałby rand południowoafrykański<sup>247</sup>.

Model oparty na walutach krajów BRICS w warunkach porozumienia z większą częścią grupy krajów rozwijających się i emerging markets mógłby osiągnąć sukces ilościowy, jeśli chodzi o liczbę krajów (ponad 100) i liczbę ludności, zwłaszcza, że same Indie i Chiny zamieszkuje około 2,8 mld ludzi<sup>248</sup>. Taki blok stanowiłby poważną konkurencję na rynku finansowym dla Stanów Zjednoczonych i Unii Europejskiej, chociaż jest to wysoce zależne od konkretnych typów instrumentów finansowych<sup>249</sup>. Wspólna waluta rezerwowo-rozliczeniowa krajów BRICS byłaby szczególnie istotna z uwagi na znaczenie Chin w handlu międzynarodowym. Oznaczałoby to m.in., że znacząca ilość surowców byłaby rozliczana nie tylko w dolarze amerykańskim, ale i w walucie większej części globu (być może post-SDR-owej).

Analiza aspektów gospodarczych i politycznych doprowadziła do wniosku, według którego najbardziej realne wydaje się zrealizowanie scenariusza modelu wielodewizowego ze zwiększoną rolą SDR dla krajów rozwijających się i dalsze badania będą związane z omówieniem realizacji tego scenariusza.

<sup>247</sup> Przydatność analityczna takiego wskaźnika jest niewielka.

<sup>248</sup> World Population Review, *Total population by country 2022*, <https://worldpopulationreview.com/countries> (dostęp 21.07.2022)

<sup>249</sup> Chung D.K., Kwai M., *The Global Financial Crisis, Future of the Dollar and the Choice for Asia*, ADB, Seul 2011, s. 86-88.

### **4.3. Upowszechnienie Specjalnych Praw Ciągnięcia na świecie**

Upowszechnienie Specjalnych Praw Ciągnięcia na świecie budzi kontrowersje głównie w kontekście metod. Świat jest wielki, zamieszkuje go około 8 mld ludzi, w związku z czym powstaje pytanie, jak rozdysponować tę potencjalną międzynarodową walutę między kraje i ludzi. W rozdziale tym zajmę się rozprzestrzenieniem Specjalnych Praw Ciągnięcia z pomocą sieci swapowych (linii SWAP), redystrybucji przez istniejące na świecie grupy integracyjne oraz poprzez powiązanie walut krajowych krajów rozwijających się i emerging markets w drodze kursów stałych, na przykładzie instytucji izby walutowej lub poprzez stosowanie „węży walutowych”.

#### **4.3.1. Zorganizowanie upowszechnienia SDR za pomocą linii SWAP**

Wprowadzenie niewykorzystywanej dotychczas waluty na całym świecie nie jest zadaniem łatwym od strony praktycznej. Moim zdaniem należy ten proces rozpocząć od spopularyzowania transakcji w SDR rozliczanych w formie elektronicznej. Jednym z rozwiązań, które może okazać się użyteczne przy wprowadzaniu nowego porządku walutowego, częściowo opartego na SDR są linie (sieci) swapowe.

Dotychczas, linie swap były denominowane w dolarach amerykańskich i zostały wykorzystane w trakcie kryzysu finansowego 2007-2009 roku oraz w trakcie światowej pandemii COVID-19. Wówczas, instrument swapu został użyty po to, aby zaspokoić płynność dolarową na rynku międzynarodowym w postaci transakcji forex swap między bankami centralnymi<sup>250</sup>. Tego typu operacje mogłyby być również użyte w przyszłości, w celu zapobiegania utratom płynności finansów międzynarodowych w kryzysach globalnych. Istota linii swap (LS) polega na tym, że jest to instrument zapewniający krótkoterminowe finansowanie potrzeb podmiotów rynku finansowego w zakresie płynności<sup>251</sup>. Podmiotem finansującym w przypadku tego instrumentu jest zwykle bank centralny. W kryzysach lat 2007-2009 i 2020-2021 była nim amerykańska Rezerwa Federalna. Oczywiście, w przypadku linii swap opartych o SDR taką instytucją byłby Międzynarodowy Fundusz Walutowy (lub Bank Światowy). Biorcami byłyby instytucje finansowe poszczególnych krajów członkowskich, w tym banki centralne niektórych państw, które zostały szczególnie dotknięte przez kryzys finansowy. Choć jest to rzadko stosowany mechanizm, to jednak ma on swoją historię sięgającą lat

---

<sup>250</sup> Bilski J., *Linie swap – dobre rozwiązanie na złe czasy*, Obserwator finansowy, Warszawa 2020. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/linie-swap-dobre-rozwiazanie-na-zle-czasy/>.

<sup>251</sup> Mingqi X., *Central Bank Currency Swaps and Their Implications to the International Financial Reform*, China Quarterly of the International Studies, 2016, s. 136-139.

sześćdziesiątych XX wieku, kiedy to posłużył stabilizacji cen złota w stosunku do dolara amerykańskiego<sup>252</sup>.

Z uwagi na dużą skuteczność, mechanizm ten mógłby również przysłużyć się funkcjonowaniu SDR jako waluty międzynarodowej. Warta zastosowania byłaby m.in. europejska siatka swap o nazwie „Very short-term facilities”, istniejąca w ramach Europejskiego Systemu Walutowego, a służąca kredytowaniu interwencji walutowych w ramach ERM (European Exchange Rate Mechanism)<sup>253</sup>. Od 1979 roku mechanizm ten funkcjonował jako grupa transakcji forex swap, dzięki którym utrzymywano stabilne kursy państw EWG<sup>254</sup>. W przyszłości taki mechanizm można zastosować między walutą międzynarodową, a krajami nienależącymi do żadnej z istotnych unii walutowych i mającymi problem z długoletnią wysoką inflacją, takimi jak Turcja czy Argentyna oraz w stosunku do krajów przechodzących hiperinflację. Nie oznacza to jednak, że wyłącznie tego typu mechanizm wystarczy. Długoterminowe osłabianie się wielu walut ma bowiem różne przyczyny, w szczególności takie jak wysoka inflacja, niskie zaufanie obywateli, inwestorów i rynków finansowych do danej waluty, jak i czynniki polityczne, np. niestabilność polityczna, wojny czy katastrofy naturalne<sup>255</sup>.

Aby linie swapowe były użytecznym instrumentem w ramach systemu opartego częściowo na SDR, powinny opierać się na niskich kosztach pośrednictwa finansowego, tak aby być konkurencyjne względem transakcji z udziałem innych kluczowych walut, w szczególności względem dolara amerykańskiego<sup>256</sup>.

Sieci swapowe istnieją również w Azji Południowo-Wschodniej, gdzie obejmują, w ramach Chiang Mai Initiative (CMI) różnorakie dwustronne porozumienia swapowe. Inicjatywa powstała w 2000 roku i obejmuje kraje ASEAN oraz Chiny, Japonię i Koreę Południową<sup>257</sup>. Powstanie tej sieci było efektem wyciągnięcia pewnych wniosków z kryzysu azjatyckiego lat 1997/1998 i konsekwencją zdania sobie sprawy z faktu, że świat,

---

<sup>252</sup> Bilski J., *Linie...*, Op. cit.

<sup>253</sup> European Commission, *ERM II – the EU's Exchange Rate Mechanism*, [https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/enlargement-euro-area/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/enlargement-euro-area/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en) (dostęp 20.08.2022).

<sup>254</sup> Bilski J., *Linie...*, Op. cit.

<sup>255</sup> Staszczak D.E., *Global instability of currencies: reasons and perspectives according to the state-corporation hegemonic stability theory*, *Brazilian Journal of Political*, 35 (1) 2015.

<sup>256</sup> Skopiec D. A., *Znaczenie porozumień swapowych banków centralnych w tworzeniu oficjalnej płynności międzynarodowej*, *International Business and Global Economy*, no. 35/2, 2016, s. 124.

<sup>257</sup> Oziewicz E., *Nowy Regionalizm Azjatycki z Perspektywy ASEAN*, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, Nr 13, Wrocław 2008, s. 62.

a w szczególności zachodnie kraje rozwinięte, nie będą w stanie zaspokoić potrzeb regionu w zakresie zabezpieczenia własnego systemu walutowego i finansowego<sup>258</sup>. W efekcie, podjęto się konstrukcji własnej siatki swapowej, opartej w dużej mierze na posiadanym dolarze jako walucie międzynarodowej, lecz także na transakcjach bezdolarowych z udziałem japońskiego jena, chińskiego juana i koreańskiego wona.<sup>259</sup>

W związku z możliwością zastosowania swapów, jako formy kredytowania banków centralnych przez MFW, już po wprowadzeniu SDR, powstaje pytanie o instrumenty, które warto stosować, aby powstał filtr regulujący relację nowej waluty międzynarodowej i walut lokalnych, gdyby te utrzymano. W doświadczeniach kryzysu z 2007 roku otwarto linie swap pomiędzy amerykańską rezerwą federalną FED, a Europejskim Bankiem Centralnym (EBC) i Szwajcarskim Bankiem Narodowym (SNB), a w dalszej kolejności podobne – z bankami centralnymi Korei Płd., Meksyku czy Brazylii. Doświadczenie to pokazuje, że podobny system, znacznie mocniej uniezależniony od aktualnych stosunków danego kraju z USA, mógłby być dziełem MFW, Banku Światowego lub ich obu, jeśliby walutą używaną w transakcjach swapowych byłby SDR. Instytucja pożyczkodawcy ostatniej instancji działałaby o wiele lepiej pod względem przejrzystości i mniejszej dyskrecjonalności.

Co ważne, linie FED-u dla czołowych banków centralnych świata nie objęły Chin oraz Rosji, przez co widoczny jest realny obraz stosunków Stanów Zjednoczonych z tymi krajami, bazujący na antagonizmie ich polityk zagranicznych i gospodarczych.

Wspomniane linie swapowe reaktywowano w marcu 2020 roku w związku z pandemią COVID-19 i zamknięciem wielu gałęzi niemal wszystkich gospodarek świata. Spowodowało to konieczność stworzenia mechanizmów finansowania, niezależnych od mechanizmów transakcji finansowych, bazujących na transakcjach dotyczących produktów i usług rynkowych. W stosunku do wcześniejszych linii swapowych, zastosowano większe oparcie się na dwukierunkowości (zwrotności) porozumień swapowych<sup>260</sup>. Oprócz amerykańskiego dolara, dużą rolę odegrało w tym porozumieniu także euro, chiński juan czy funt brytyjski, a nawet koreański won. Jednakże, kryzys

---

<sup>258</sup> ASEAN, *Chiang Mai Initiative as the Foundation of Financial Stability in East Asia*, ASEAN, 2012, <https://www.asean.org/wp-content/uploads/2012/10/17902.pdf>. (dostęp 27.06.2022).

<sup>259</sup> Bilski J., *Linie...*, Op. cit.

<sup>260</sup> Tamże.

covidowy, podobnie jak kryzys finansowy lat 2007-2008 ponownie zwiększył rolę dolara amerykańskiego w transakcjach dewizowych całego świata.

Minusem linii swapowych jest konieczność denominowania ich w dolarze, jednak wydają się one użyteczne na etapie dostarczenia przez MFW pierwszych podstawowych środków zaangażowanych w fundamenty globalnego systemu walutowego opartego częściowo na nowej walucie, która jak dotychczas nie spełnia jeszcze wielu wymaganych kryteriów.

#### **4.3.2. Wykorzystanie rozwiązań integracyjnych w krajach rozwijających się**

Świat politycznie zorganizowany jest głównie jako państwa i terytoria zależne, jednakże częścią porządku, który nastał po II wojnie światowej, jest wszechobecność wielu ugrupowań, które można nazwać ugrupowaniami integracyjnymi. Są to zbiory krajów, które łączą się organizacyjnie powołując pewną ilość instytucji, żeby przeprowadzać proces zacieśniania więzi, czy też integracji, w wybranej przez siebie dziedzinie życia gospodarczego.

Najszerzej znanym ugrupowaniem integracyjnym w naszej części świata jest Unia Europejska. Jest to organizacja wytyczająca jednolite normy prawne w zakresie nie tylko życia gospodarczego, ale także na polu większości innych sfer życia społecznego. Kraje członkowskie UE stosują prawo, które organy Unii Europejskiej przygotowują, przyjmują bądź uchwalają. Unia Europejska nie jest jedynym ugrupowaniem integracyjnym na świecie, choć niewątpliwie można powiedzieć, że jest najbardziej zintegrowanym.

Na świecie istnieją zatem ugrupowania integracyjne o znacznie uboższej sferze wspólnych instytucji i takich jest zdecydowana większość. Są to choćby Europejskie Stowarzyszenie Wolnego Handlu (EFTA)<sup>261</sup>, Wspólnota Niepodległych Państw<sup>262</sup>, Pakt Północnoatlantycki (NATO), Liga Państw Arabskich<sup>263</sup>, Unia Afrykańska<sup>264</sup>,

---

<sup>261</sup> Europejskie Stowarzyszenie Wolnego Handlu (EFTA), [http://publications.europa.eu/resource/cellar/b6846f6b-d87f-11ea-adf7-01aa75ed71a1.0018.02/DOC\\_1](http://publications.europa.eu/resource/cellar/b6846f6b-d87f-11ea-adf7-01aa75ed71a1.0018.02/DOC_1), (dostęp 12.08.2022)

<sup>262</sup> Do tej pory WNP jest w małym stopniu nastawiona na rozwój wspólnego systemu lub organu bankowo-finansowego. Więcej na stronie oficjalnej: <http://www.cisstat.com/eng/cis.htm>, (dostęp 12.08.2022).

<sup>263</sup> Liga Państw wśród swych organów posiada Arabski Fundusz Monetarny, który może być instytucją użyteczną z punktu widzenia rozpowszechnienia SDR w krajach regionu. Więcej: *About AMF*, <https://www.amf.org.ae/en>. (dostęp 12.08.2022).

<sup>264</sup> Oficjalna strona Unii Afrykańskiej - <https://au.int/>. Organizacja posiada trzy organizacje finansowe tj. Afrykański Bank Centralny, Afrykański Bank Inwestycyjny oraz Afrykański Fundusz Monetarny. Więcej:

Stowarzyszenie Krajów Azji Południowo-Wschodniej (ASEAN)<sup>265</sup>, Porozumienie o Współpracy Gospodarczej i Handlu w regionie Południowego Pacyfiku (SPARTECA)<sup>266</sup> oraz Wspólny Rynek Południa (MERCOSUR)<sup>267</sup> w Ameryce Południowej.

Gdyby zawarto stosowne porozumienia między Międzynarodowym Funduszem Walutowym, powyższymi ugrupowaniami, można byłoby stworzyć nie tylko system bardziej efektywnego dystrybuowania SDR w poszczególnych krajach, ale i stworzyć przesłanki do inicjatyw rozwojowych łączących co najmniej kilka krajów, które opłacono by w SDR. Ugrupowania integracyjne za pomocą swoich banków, wchodzących w skład ich struktury organizacyjnej, miałyby również prawo do emisji gotówki. Tym samym zastałby wykonany krok przejścia od publicznych rynków finansowych do prywatnych rynków finansowych. Od ugrupowań integracyjnych pewne kwoty SDR otrzymywałyby pojedyncze kraje lub organizacje i inicjatywy międzyrządowe, w tym pozarządowe. Sprzyjałoby to upowszechnieniu SDR na tyle szerokim w krajach rozwijających się, że mogłoby być pretekstem do pewnego rodzaju dwuwalutowości, zwłaszcza że spora część tych krajów miewa problemy związane z wysoką inflacją i szybką deprecjacją lokalnej waluty.

Można wykluczyć Unię Europejską i Stany Zjednoczone oraz kilka powiązanych z nimi krajów (zwłaszcza krajów anglosaskich), w przypadku których mało prawdopodobne byłoby wycofanie się z utrwalonych pozycji polegania na euro lub na dolarze amerykańskim w transakcjach, w ramach własnych bloków geopolitycznych. Politycznie, SDR jest opłacalny tylko w krajach rozwijających się i w niektórych rynkach wschodzących. Unia Europejska ma swój własny projekt polityczno-gospodarczy, zaś Stany Zjednoczone są zorientowane na utrzymanie hegemonii, w tym dominującej pozycji dolara.

---

AU Financial Institutions, <https://au.int/en/ea/epr/aufi>, (dostęp 12.08.2022).

<sup>265</sup> ASEAN to organizacja zorientowana głównie na cele gospodarcze, w tym finansowe. Do jej organów, użytecznych z punktu widzenia rozdysponowywania SDR, należą Asian Infrastructure Fund oraz Azjatycki Bank Rozwoju. Więcej na stronie oficjalnej: <https://asean.org/>, (dostęp 12.08.2022).

<sup>266</sup> SPARTECA to przede wszystkim strefa wolnego handlu, oparta na porozumieniu międzypaństwowym. Najwięcej o jej funkcjonowaniu można znaleźć na stronie: *SPARTECA - South Pacific Regional Trade and Economic Cooperation Agreement. A Reference Handbook for Forum Island Country Exporters*, <https://www.abf.gov.au/free-trade-agreements/files/forum-island-reference-handbook.pdf>. (dostęp 12.08.2022).

<sup>267</sup> Do tej pory Mercosur jest to Wspólny Rynek Południa. Więcej informacji można znaleźć na oficjalnej stronie organizacji: <https://www.mercosur.int/en/> (dostęp 12.08.2022).

### 4.3.3. Powiązanie walut krajów rozwijających się i rynków wschodzących z SDR

Kwestia wyznaczenia wartości SDR w oparciu o koszyk walut była jednym z przedmiotów dyskusji w rozdziale trzecim. W 2022 roku wartość SDR nadal jest w ten sposób ustanawiana. Co do przyszłości, trudno przewidzieć dalsze scenariusze określania wartości SDR. Wydaje się, że najbardziej realistycznym nadal pozostaje scenariusz wyznaczenia wartości SDR w oparciu o koszyk walut. Należałoby jednak zapytać o rozwiązania alternatywne, a przede wszystkim wyobrazić sobie świat, w którym to SDR, obok dolara, byłby wyznacznikiem wartości innych walut, a jego kurs byłby zależny albo wyłącznie od relacji związanej z popytem na SDR w stosunku do jego podaży, albo też byłby częściowo wyznaczany przez koszyk walutowy, a częściowo przez grę popytu i podaży. Potencjalnych rozwiązań jest wiele. W punkcie tym chcę jednak się skupić na tym, w jaki sposób to SDR może stać się kotwicą dla kursów walutowych krajów rozwijających się i emerging markets.

SDR stałaby się w efekcie masową walutą rezerwową, trzymaną w bankach centralnych całego świata, jako waluta konieczna i potrzebna w międzynarodowym obrocie finansowym. Można to postrzegać jako korzyść. Oba rozwiązania, które wydają się odpowiednie, pochodzą z rodziny kursów stałych, i są to: izba walutowa oraz „wąż walutowy”.

Jak wspomniałam w rozdziale drugim, izba walutowa to system walutowy, w którym sztywny kurs ustalany jest w stosunku do kotwicy walutowej, czyli wybranej waluty, która cieszy się zwykle powszechnym zaufaniem. Ponadto, w ramach tego systemu, istnieje nieograniczona wymienialność waluty krajowej na walutę-kotwicę i odwrotnie. W systemie tym gromadzi się poza tym wyłącznie rezerwy netto w postaci aktywów obcych (przeważnie w postaci waluty-kotwicy) w wysokości 200% zobowiązań walutowych lub więcej<sup>268</sup>.

Z kolei „wąż walutowy”<sup>269</sup> to rozwiązanie zastosowane w zmodyfikowanej formie w ramach Europejskiego Mechanizmu Walutowego (ERM – kolejno ERM I i ERM II). Mechanizm „węża walutowego” wprowadzono w wyniku dążenia do europejskiej integracji walutowej. Jej celem było utrzymanie pożądanego kursu w ramach stałych kursów państw członkowskich Europejskiego Systemu Walutowego w stosunku

---

<sup>268</sup> Radzikowski M., *Kryzys argentyński. Wnioski dla Polski*, C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 74.

<sup>269</sup> Nowak B., *Unia Gospodarcza i Walutowa UE*, Studia Europejskie, Nr 4/2000, Warszawa 2000, s. 51-52.

do ECU – Europejskiej Jednostki Rozliczeniowej. Mechanizm „węża walutowego” opierał się na możliwości odchylen poszczególnych kursów walut o 2,5% w obie strony od sztywno wyznaczonego kursu. Było to zatem dopuszczalne pasmo wahań, a żeby go nie przekroczyć, kraje ESW musiały gromadzić rezerwy walutowe, w celu posiadania środków przeznaczanych na interwencję, gdyby kurs zaczął przekraczać dopuszczalny próg 2,5%. Jeśli, mimo interwencji, dana waluta przekraczała odchylenie od kursu znacznie i często (działo się tak w szczególności z lirem włoskim), należało wtedy ustanowić dla takiej waluty nowy kurs centralny. W praktyce „wąż walutowy” okazał się narzędziem szczególnie użytecznym w konwergencji stóp inflacji na obszarze krajów Europejskiego Systemu Walutowego<sup>270</sup>.

Wydaje się, że w sytuacji, kiedy SDR będzie już na etapie znaczącego upowszechnienia i stanie się istotną walutą rezerwową krajów rozwijających się, to będzie można w pierwszej kolejności wprowadzić „wąż walutowy” po to, aby zbadać, jak zachowują się waluty krajów rozwijających się, w stosunku do nowej kotwicy, jaką będą Specjalne Prawa Ciągnięcia. Wraz z wyższym udziałem SDR w rezerwach walutowych, a także wraz z dłuższym okresem funkcjonowania „węża walutowego”, kraje o najlepszych wynikach przechodziłyby do rozwiązań opartych o izbę walutową, w której walutą - kotwicą nadal byłby SDR. Takie rozwiązanie jeszcze bardziej wzmocniłoby związek walut krajów rozwijających się z nową jednostką monetarną.

Warto zdać sobie sprawę z faktu, że w przypadku surowców nadal będziemy mieć do czynienia z wyceną przede wszystkim w dolarze amerykańskim, co będzie blokować przechodzenie walut wielu krajów Ameryki Łacińskiej, Afryki i Bliskiego Wschodu do „obozu SDR”. Sytuacja polityczna wymusza więc rozwiązania kompromisowe i oparte na parytetach, czy koszykach wspólnych wiążących daną walutę wartościowo nie tylko z „nowym SDR”, ale wciąż również z dolarem amerykańskim.

Specjalne Prawa Ciągnięcia mogą stać się wysoce użytecznym składnikiem nowego porządku walutowego. Cenniejszego tym bardziej, jeśli znacząco uniezależniłyby kraje rozwijające się i kraje emerging markets od konieczności gromadzenia dolarów amerykańskich i finansowania w ten sposób taniego importu amerykańskim konsumentom, pozwalając głębiej rozwijać się krajowym rynkom

---

<sup>270</sup> Tamże.



wewnętrznym, uzależnionym obecnie często od zewnętrznych źródeł kapitału, zależnych w wysokim stopniu od tendencji występujących na amerykańskim rynku kapitałowym.

Nawet jeśli przyszłość SDR ograniczy się jedynie do krajów rozwijających się i emerging markets, nie można wiązać jej jedynie z transakcjami obejmującymi sektor publiczny, transakcje międzypaństwowe oraz sektor finansowy. Prawdziwie globalna waluta potrzebuje być uznaną także w transakcjach prywatnych, o czym będzie traktował następny podrozdział tej pracy.

#### **4.4. SDR a prywatne rynki finansowe**

Aby skutecznie wprowadzić Specjalne Prawa Ciągnięcia na prywatne rynki finansowe, należy wprowadzić je do powszechnego obiegu w wielu krajach naraz. Jest tak dlatego, ponieważ w krajach rozwijających się, do których adresowane byłyby w szczególności Specjalne Prawa Ciągnięcia, sektor publiczny i państwo odgrywają znacznie mniejszą rolę niż w krajach rozwiniętych<sup>271</sup>. Dużą rolę odgrywa natomiast „szara strefa” stanowiąca w wielu przypadkach około połowy, a nawet większość wartości produktu krajowego brutto<sup>272</sup>.

Dodatkowe środki, jakie mogłyby napłynąć do tych krajów, w szczególności do najuboższych, mogłyby ożywić nieoficjalną część gospodarki i ułatwić jej przejście do legalnej działalności gospodarczej. Wymagałoby to jednak, obok samego wprowadzenia SDR na rynek, także takiej konstrukcji prawno-administracyjnej, która powodowałaby powiększanie i legalizację działalności gospodarczej mieszkańców krajów rozwijających się, a także polepszenie skuteczności funkcji kontrolnych tamtejszej administracji.

Dystrybucja SDR w taki sposób, aby faktycznie stały się one ważną światową walutą wymaga wielu zabiegów. Począwszy od wprowadzenia SDR na prywatne rynki finansowe, przez rozważenie wprowadzenia Specjalnych Praw Ciągnięcia jako drugiej waluty w niektórych krajach, po dystrybucję SDR bezpośrednio do obywateli.

---

<sup>271</sup> Schneider F., Buehn A., Montenegro C.E., *Shadow Economies All over the World. New Estimates for 162 Countries from 1999 to 2007*, Policy Research Working Paper 5356, The World Bank Development Research Group, Poverty and Inequality Team & Europe and Central Asia Region, Human Development Economics Unit, 2010, s. 18-25.

<sup>272</sup> Pasternak-Malicka M., *Pozytywne i negatywne konsekwencje szarej strefy postrzeganej jako „zręczność podatkowa” podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych*, Polityki europejskie, finanse i marketing Nr 24 (73), Warszawa 2000, s. 128.

Zacznijmy jednak od najmniej skomplikowanego z wymienionych, czyli wprowadzenia SDR do krajowych sektorów prywatnych, co równoznaczne jest z wprowadzeniem SDR do globalnego prywatnego obiegu finansowego. Może to odbyć się na szereg różnych sposobów, w tym poprzez papiery wartościowe denominowane w SDR: obligacje, akcje oraz inne instrumenty finansowe. Naturalnie, SDR mogłyby być nadal gromadzone w bankach, nie tylko centralnych, ale i komercyjnych. Wreszcie, SDR mógłby także w przyszłości zostać wykreowany w formie funkcjonującej podobnie do kryptowaluty.

Obligacje denominowane w SDR to rozwiązanie dwuetapowe. Pierwszym z etapów byłoby upoważnienie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy banków centralnych do sprzedaży obligacji tego rodzaju bankom komercyjnym. Banki komercyjne mogłyby natomiast trzymać te obligacje jako rezerwy służące operacjom wymiany walut, a także rozszerzaniu dalej SDR w postaci gotówkowej i wirtualnej do niefinansowej części sektora prywatnego.

Myślę, że wartą rozważenia opcją byłyby również akcje denominowane w SDR, do których emisji przyznano by prawo przedsiębiorstwom transnarodowym. Dla korporacji, działających w wielu krajach, byłyby niezwykle użyteczne, ponieważ pomagałyby gromadzić kapitał na całym świecie bez konieczności polegania wyłącznie na dolarze amerykańskim, euro lub kilku innych walutach będących w szerokim obiegu globalnym.

Innym instrumentem finansowym denominowanym w SDR, który mógłby stać się użyteczny na rynkach całego świata jest wspomniany już swap, ale zastosowany do podmiotów prywatnych jako umowa polegająca na wymianie jednego składnika aktywów lub długu na podobny. Swap obniża ryzyko dla dwóch stron kontraktu pochodzących z różnych krajów. Tym samym powstaje szansa na znaczące zwiększenie wymiany handlowej i finansowej między podmiotami, które funkcjonują w ryzykownym otoczeniu kraju rozwijającego się o niskich dochodach. Inwestorzy z takich krajów mogliby sprzedawać akcje w krajach rozwiniętych i kupować je w SDR, które stanowiłby denominator dla waluty kraju w którym funkcjonują, w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym.

Nie bez znaczenia, mógłby się również okazać prawny nakaz gromadzenia części rezerw przez banki komercyjne w SDR. Ułatwiałoby to pozyskiwanie waluty

międzynarodowej i upraszczałoby wymianę w gospodarce podmiotom zaangażowanym lub chcącym zaangażować się w handel zagraniczny z innymi krajami rozwijającymi się, np. z innego kontynentu. W szczególności byłoby to możliwe, jeśli warunki pozyskiwania SDR przez kraje i ich rynki finansowe byłyby bardziej liberalne, niż w przypadku dolara amerykańskiego.

#### 4.3.4. SDR jako pionier kryptowalut

Dotychczasowe niepowodzenie Specjalnych Praw Ciągnięcia zakłóciło przepływy kapitału w transakcjach międzynarodowych po upadku systemu z Bretton Woods. Niepowodzenie to jest dziś jeszcze bardziej widoczne zważywszy na tempo w jakim rozwija się rynek kryptowalut, składający się z walut podobnie syntetycznych jak SDR, ale powstałych w wyniku prywatnej inicjatywy i postępu informatyzacji.<sup>273</sup>

Można zauważyć, że Specjalne Prawa Ciągnięcia, w obecnej rzeczywistości, znalazły się daleko od swojego pierwotnego celu, którym m.in. było zapewnienie globalnej elastycznej płynności. Obecnie są wysoce nieelastyczną formą wspomaganie rynków finansowych i walutowych, w dużym stopniu zależną od dyskrejonalnych celów polityki Stanów Zjednoczonych i Unii Europejskiej. W. Begole i C. Marsh proponują takie zmiany w charakterystyce SDR, które zbliżyłyby ją do cech właściwych dla kryptowaluty czy złota<sup>274</sup>.

Różnice pomiędzy Specjalnymi Prawami Ciągnięcia a kryptowalutami przedstawia Tabela 17.

Tabela 17. Różnice pomiędzy Specjalnymi Prawami Ciągnięcia a kryptowalutami.

Cecha	SDR obecnie (2021-2022)	Kryptowaluty
Pieniądz wewnętrzny lub zewnętrzny	Alokacje są początkowo na zewnątrz systemu i nie kreują tytułów do roszczeń. Wykorzystane z alokacji środki kreują salda zadłużenia/debetu wewnątrz systemu, jednak bez obowiązku zwrotu kwoty.	Reprezentują aktywa „zewnętrzne”. Nie są kreatorem pieniądza tworzącego dług i inne roszczenia.
System księgowania	Departament SDR w MFW zapisuje (księguje) alokacje i przypisuje	Zdecentralizowany rejestr używa

<sup>273</sup> Begole W., Marsh C., *Reviving the SDR for the next century*, Money Inside and Out, 2021.

<sup>274</sup> Tamże.

	wartości ograniczonej liczbie uczestników.	technologii blockchain do śledzenia własności zapisu (wartości).
Odsetki	Wypłacane leżącym u podstaw systemu walutom rezerwowym (walutom z koszyka).	Większość kryptowalut nie generuje odsetek (z wyjątkiem stakingu i pożyczek).
Kreacja pieniądza i ekspansja monetarna	Alokacja określana jest co 5 lat na spotkaniach krajów członkowskich MFW (głos poszczególnych krajów jest skrajnie nierównomierny, z dominacją USA i krajów UE) w celu określenia potrzeb dotyczących wsparcia globalnej płynności – w praktyce alokacja występuje tylko w czasach globalnych kryzysów finansowych i gospodarczych.	Wykreowana przez algorytm, który podtrzymuje ciągłość łańcucha blockchain.
Wycena i wartość	Waluta SDR jest oparta na koszyku wag 5 walut: dolara amerykańskiego, euro, jena japońskiego, funta brytyjskiego i chińskiego renminbi, a tym samym jest mniej zmienna niż poszczególne waluty w koszyku.	Określana przez rynek i bardzo zmienna.
Uczestnicy wymiany	Kraje członkowskie MFW oraz 15 instytucji przypisanych (prescribed holders).	Głównie użytkownicy prywatni oraz państwo Salvador.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Begole W., Marsh C., *Reviving...*, Op.cit.

Skoro dziś już wiemy jak funkcjonuje technologia, na której opiera się działanie kryptowalut, powstają także nowe możliwości dla rozwoju i wykorzystania SDR. Zbliżenie cech SDR do cech przejawianych przez kryptowaluty w całości byłoby trudne, jednakże warto rozważyć szereg właściwości charakteryzujących kryptowaluty, które mogłyby się okazać użyteczne dla przyszłej łatwo dostępnej waluty międzynarodowej, wyrosłej na bazie SDR. Po okresie odpowiedniego nasycenia świata finansów i

gospodarki międzynarodowej tą walutą, warto byłoby usunąć wszelkie jej więzy z koszykami walutowymi i określać jej wartość wyłącznie rynkowo.

Innym bardzo ciekawym rozwiązaniem powiązaniem z technologią kryptograficzną, byłoby dostarczenie kryptograficznej formy SDR podmiotom prywatnym, po to, aby stworzyć stabilną wartość aktywów dla użytkowników kryptowalut, częściowo separując jednocześnie SDR od ogólnych aktywów rezerwowych.

Aby użytkownicy giełd, na których dokonuje się transakcji kryptowalutami mogli funkcjonować, niezbędne jest istnienie tzw. stablecoinów. Są to kryptograficzne odpowiedniki walut fiducjarnych. Waluty te są wspierane przez rezerwy kontrolowane przez grupy prywatne, w celu zapewnienia użytkownikom bezpieczeństwa podczas dokonywania transakcji.

Zakładając stworzenie stablecoina opartego na Specjalnych Prawach Ciągnięcia, można zauważyć, iż waluta ta wyróżniałaby się wsparciem MFW, a także strukturą opartą na koszyku walut fiducjarnych. Cechy te mogłyby przykuć uwagę użytkowników, ze względu na zaufanie, jakie wzbudza zaproponowana powyżej konstrukcja, które na rynku kryptowalut jest czynnikiem niezwykle ważnym.

Dodatkowo, obietnica walut cyfrowych banku centralnego, a także powstanie cyfrowej wersji waluty renminbi może zapewnić większe zaufanie do sfery stablecoin.

O tym, że SDR nie może osiągnąć sukcesu bez pojawienia się na prywatnych rynkach finansowych, można wnioskować na podstawie historii walut globalnych, takich jak funt brytyjski czy dolar amerykański. Bez skutecznej implementacji przyszłej waluty do krajowych sektorów prywatnych, SDR nie nabiorą odpowiedniego znaczenia.

Metodami, które mogą przysłużyć się wprowadzeniu SDR na rynek prywatny rynek finansowy są np.

- obligacje przedsiębiorstw prywatnych, denominowane w SDR<sup>275</sup>,

---

<sup>275</sup> Takie rozwiązanie - emisja obligacji denominowanych w SDR przez bank ICBC - funkcjonuje na rynku chińskim. ICBC jest „bankiem banków” i działa na rynku międzybankowym. ICBC współpracuje z Bankiem Światowym przy tej inicjatywie. Obligacje te są wystawiane do zakupu innym bankom, ubezpieczycielom, pośrednikom finansowym, i innym przedsiębiorstwom z sektora finansowego. ICBC *Underwrites the World's First SDR-denominated Bond*, 28.09.2016, <https://www.icbcstandardresources.com/icbc/en/newsupdates/icbc%20news/ICBCUnderwritestheWorldsFirstSDRdenominatedBond.htm>. (dostęp 20.08.2022).

- obligacje rządowe, denominowane w SDR, dostępne dla wszystkich chętnych,
- użycie SDR jako jednostki księgowania w transakcjach handlowych o znaczeniu międzynarodowym do wyceny surowców,
- użycie SDR jako globalnej wirtualnej waluty, wspieranej przez banki narodowe, i zachowującej przewagę pod kątem stabilności nad istniejącymi obecnie walutami wirtualnymi

Wśród innych kroków, które można uczynić, aby zwiększyć znaczenie i obecność SDR w realnej gospodarce jest możliwość składania depozytów w SDR przez prywatne instytucje finansowe w bankach centralnych, w szczególności w postaci rezerw obowiązkowych.

#### **4.4. Konsekwencje awansowania SDR do roli pieniądza międzynarodowego**

##### **4.4.1. Konsekwencje awansowania SDR do roli pieniądza międzynarodowego w sferze instytucjonalnej**

Kwestia awansowania SDR do roli pieniądza międzynarodowego wymaga od jej zwolenników wytężonej pracy m.in. w zakresie pozyskiwania sojuszników wśród decydentów światowych, tak aby zyskać większość w strukturze MFW. Do tej pory brak sukcesów w poszerzaniu znaczenia SDR na dużą skalę ograniczany jest przede wszystkim przez rozdźwięk między głównymi płatnikami na rzecz Funduszu – krajami rozwiniętymi – a strukturą rozdysponowania stanowisk wewnątrz Funduszu, która jednak daje znaczące stanowiska osobom z krajów rozwijających się i z rynków wschodzących<sup>276</sup>. Struktura wkładów finansowych do systemu alokacji SDR także odzwierciedla przewagę omawianej grupy krajów pod kątem znaczenia w gospodarce światowej<sup>277</sup>.

---

<sup>276</sup> Obecny prezesem MFW jest Kristalina Georgiewa z Bułgarii, jej pierwszą zastępczynią jest Gita Gopinath – obywatelka amerykańska pochodzenia indyjskiego, wśród pozostałych zastępców jest Liberyjka – Antoinette Sayeh, Japończyk – Kenji Okamura oraz Chińczyk – Bo Li. Gdyby podobne składy etniczne utrzymywały się, zwrot ku ograniczeniu dolara amerykańskiego na rzecz SDR mógłby się urzeczywistnić. Więcej na temat osób piastujących kluczowe stanowiska w MFW: *Senior Official of the International Monetary Fund*, <https://www.imf.org/en/About/senior-officials>. (dostęp 20.08.2022).

<sup>277</sup> *IMF raises Yuan's weighting in SDR currency basket*, Bloomberg News, 15.05.2022 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-15/imf-raises-yuan-s-weighting-in-sdr-currency-basket-pboc-says> (dostęp 15.07.2022).

Awans SDR do roli, jaką wcześniej posiadało złoto i funt brytyjski, a obecnie posiada dolar amerykański, jest trudny do wykonania. O ile złoto było przedmiotem pożądania wielu władców przeszłości, a funt i dolar są efektami imperialistycznej pozycji, najpierw Wielkiej Brytanii, a potem Stanów Zjednoczonych, to przyjęcie SDR można uznać za prawdopodobne jedynie w perspektywie konsensu o charakterze globalnym.

To, że taki konsensus jest trudny do osiągnięcia, stanowi ograniczenie dla projektu. Jednakże, polityczna zgoda, jaka zapanowała wokół projektu unii monetarnej, a w efekcie powstanie Unii Europejskiej, skłania do tego, aby zastanowić się nad utworzeniem światowej unii monetarnej opartej na podobnych zasadach, lecz nie zakładającej likwidowania walut krajowych.

Projekt powinien powstawać nie tylko pod patronatem Międzynarodowego Funduszu Walutowego, ale również we współpracy z Organizacją Narodów Zjednoczonych, dla której MFW jest agendą wyspecjalizowaną. Dużą rolę powinien odegrać również Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju, wchodzący w skład Banku Światowego<sup>278</sup>, który również jest agendą wyspecjalizowaną ONZ. Do głównych zadań i celów Banku Światowego należą promowanie długookresowego wzrostu gospodarczego, ograniczanie ubóstwa, a także wspomaganie budowy infrastruktury, szczególnie w krajach rozwijających się. Bank udziela kredytów, które są finansowane przez składki krajów członkowskich uzależnione m.in. od wielkości ich PKB.

Spoza agend ONZ, w budowę systemu mogłaby również włączyć się Światowa Organizacja Handlu (WTO)<sup>279</sup>. Do głównych celów WTO należą kwestie liberalizacji obrotów handlowych oraz stworzenie harmonijnego, międzynarodowego systemu handlowego, mające służyć budowaniu dobrobytu oraz stabilizacji gospodarczej krajów z różnych regionów świata i o różnym poziomie rozwoju gospodarczego.

Jeśli wspomniane organizacje współdziałałyby podobnie, jak niegdyś poszczególne organy Unii Europejskiej i EWG, jak np. Europejski Bank Centralny, Komisja Europejska i Rada Europejska, oraz wykorzystywałyby ścieżkę, jaka prowadziła

---

<sup>278</sup> Łoś-Nowak T., *Organizacje w stosunkach międzynarodowych. Istota, mechanizmy działania, zasięg*, Wrocław 2009, s. 109-110.

<sup>279</sup> Majchrowska E., *Perspektywa działalności Światowej Organizacji Handlu w obliczu nowych tendencji w handlu światowym – efekty XI Konferencji Ministerialnej WTO*, Krakowskie Studia Międzynarodowe XV, Nr 15, Kraków 2018. s. 242.

przez ECU do euro, to SDR mogłyby awansować do akceptowalnej waluty międzynarodowej, w szczególności w krajach nie przynależących do organizacji transatlantyckich, takich jak Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD).

Zwiększenie roli ONZ, Banku Światowego, MFW i WTO oraz uściślenie ich współpracy może być konieczne do awansowania SDR do roli pieniądza międzynarodowego, a z drugiej strony będzie także efektem takiego procesu.

Umocnienie się MFW w rezultacie uczynienia SDR walutą międzynarodową byłoby spowodowane wzrostem liczby kompetencji związanych z funkcjonowaniem nowej waluty międzynarodowej. Międzynarodowy Fundusz Walutowy utrzymałby swoje obecne uprawnienia otrzymując nowe kompetencje w zakresie nie tylko emisji pieniądza wirtualnego i księgowania w SDR, lecz także w możliwości emisji pieniądza gotówkowego<sup>280</sup>. Tę możliwość MFW mógłby dzielić wraz z Bankiem Światowym, który ma duże doświadczenie w pomocy rozwojowej, w tym w systemie finansowania inwestycji w krajach rozwijających się.

Wzmocnienie Banku Światowego będzie nieodwołalnie związane z formami dystrybucji SDR do krajów rozwijających się. Aby zwiększyć ilość Specjalnych Praw Ciągnięcia w obiegu światowym, należy wykorzystać je m.in. do pomocy rozwojowej, inwestycji publicznych czy wspólnych inwestycji dotyczących co najmniej dwóch krajów różniących się walutami. Akceptacja SDR jako jednostki płatniczej i rozliczeniowej ułatwiałaby realizację złożonych projektów bilateralnych i multilateralnych.

Światowa Organizacja Handlu również zyskałaby na znaczeniu w przypadku awansu SDR w kontekście globalnym. WTO zyskałaby kompetencje w zakresie poszerzania obiegu SDR w handlu międzynarodowym. Czołowymi kompetencjami tej organizacji są bowiem zadania związane z liberalizacją międzynarodowego handlu dobrami i usługami. WTO prowadzi również działania mające na celu prowadzenie polityki inwestycyjnej wspierającej handel, rozstrzyganie sporów dotyczących wymiany handlowej oraz przestrzeganie prawa własności intelektualnej<sup>281</sup>.

---

<sup>280</sup> Po rezygnacji z opcji kształtowania wartości SDR na podstawie koszyka, MFW mógłby pozwolić na stopniowe upłynnienie ich w świecie realnym, korzystając z doświadczeń banków centralnych, takich jak Europejski Bank Centralny oraz z mechanizmów podobnych do kryptowalut, które zbudowały swoją pozycję w świecie wirtualnym.

<sup>281</sup> Majchrowska E., *Perspektywa...*, Op. cit.



Organizacje międzynarodowe, takie jak Bank Światowy, a w szczególności Organizacja Narodów Zjednoczonych, tworzą pewnego rodzaju „parasol” nad krajami słabiej rozwiniętymi, które bez ich udziału miałyby jeszcze mniejsze znaczenie z uwagi na niedostatek kapitałów, które w bezwzględny sposób decydują, w jakim kierunku zmierza świat. Organizacje takie mogą reprezentować więc, z reguły dalece niedoskonale i częściowo, głos krajów słabiej rozwiniętych. Międzynarodowy Fundusz Walutowy jako agenda ONZ mógłby wesprzeć te działania.

#### **4.4.2. Awansowanie SDR do roli pieniądza międzynarodowego a porządek walutowy na świecie**

Konsekwencje awansowania SDR do roli pieniądza międzynarodowego nie obejmują jedynie sfery związanej z przemianą instytucjonalną. Awansowanie Specjalnych Praw Ciągnięcia do omawianej roli zmieniłoby funkcjonowanie porządku walutowego na świecie. Powstałby nowy punkt odniesienia dla walut krajowych, co miałyby szczególne znaczenie dla walut krajów rozwijających się i emerging markets.

Skutkowałoby to także zmniejszeniem się międzynarodowej roli dolara amerykańskiego. Będąc walutą mniej istotną, dolar stałby się mniej ważny jako waluta transakcyjna na świecie. Zaufanie, które obecnie posiada, zmalełoby, co wymusiłoby na głównych podmiotach amerykańskiej polityki gospodarczej daleko idące zmiany. Zanim do tego dojdzie, jak przewidywał jeden z czołowych zwolenników ustanowienia SDR nową walutą międzynarodową, R.N. Cooper, konieczna będzie budowa systemu stabilizacji wahań kursów głównych światowych walut w celu przygotowania podbudowy pod wspólną światową walutę dla krajów wysokorozwiniętych, a potem dla reszty świata<sup>282</sup>.

Zmianą wynikającą z mniejszej ilości dolarów znajdujących się w globalnym obiegu mógłby być częściowy „powrót” dolarów do Stanów Zjednoczonych, który zwiększyłby ogólną podaż pieniądza. Spowodowałoby to wyższą inflację, aniżeli we współczesnym systemie monetarnym.

Dolar amerykański przestałby być jedynym dominującym pieniądzem rezerwowym, ponieważ jego udział w transakcjach globalnych byłby znacznie mniejszy. To oznaczałoby, że amerykańskie papiery skarbowe cieszyłyby się mniejszą renomą niż

---

<sup>282</sup> Cooper R.N., *Proposal for a Common Currency among Rich Democracies*, Working Papers 127, Oesterreichische Nationalbank (Austriacki Bank Centralny), 2006.

obecnie. Tym samym zaistniałaby konieczność rezygnacji Stanów Zjednoczonych z polityki utrzymywania „podwójnego deficytu”, czyli z jednoczesnego deficytu budżetowego oraz deficytu na rachunku obrotów bieżących, zaś Rezerwa Federalna musiałaby podwyższyć stopy procentowe, po to, aby obligacje amerykańskie stały się dostatecznie atrakcyjne, aby zahamować odpływ aktywów dolarowych znajdujących się w rezerwach innych państw do USA.

Należy oczekiwać, że w przypadku strefy euro, wprowadzenie SDR jako waluty międzynarodowej nie miałyby tak głębokich skutków, jak w przypadku Stanów Zjednoczonych. Biorąc pod uwagę długoletnie trendy, kraje strefy euro mają nadwyżkę lub równowagę na rachunku obrotów bieżących<sup>283</sup>, zaś w przypadku polityki fiskalnej – odnotowują o wiele częściej zjawiska równowagi budżetowej lub nadwyżki – w porównaniu do USA. Z tego względu, odpływ aktywów europejskich z aktywów rezerwowych krajów trzecich będzie niższy, także dlatego, że udział euro w globalnych rezerwach i transakcjach jest znacznie niższy niż dolara amerykańskiego.

Trudno przewidzieć skutki dotyczące sytuacji takich walut, jak funt brytyjski i jen japoński. Polityka gospodarcza Wielkiej Brytanii wykazuje duże podobieństwa ze Stanami Zjednoczonymi, z tą różnicą, że deficyty budżetowe nie są tam tak wysokie w relacji do PKB<sup>284</sup>. Natomiast w przypadku jena japońskiego można oczekiwać zarówno scenariusza podobnego do tego dla euro, jak i trendu bardziej negatywnego niż w przypadku dolara, ponieważ w sytuacji istnienia trzech silnych walut międzynarodowych (SDR, euro i dolara), takie waluty jak jen japoński mogą stać się niemal zupełnie zbędne dla międzynarodowych inwestorów. Z uwagi na powiązania polityczno-kulturowe Wielka Brytania może otrzymać znaczącą pomoc od Stanów Zjednoczonych, zaś Japonia – znacznie mniejszą, jeśli SDR awansowałyby do statusu waluty międzynarodowej na stałe, a największym centrum transakcyjnym tej waluty stałyby się Chiny.

---

<sup>283</sup> Kuziemska-Pawlak K., Mućk J., *Structural current account benchmarks for the European Union countries: cross section exploration*, NBP Working Paper No. 320, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2019, s. 21-27.

<sup>284</sup> Wielka Brytania, podobnie jak USA notuje stałe deficyty budżetowe w ostatniej dekadzie, przy czym dane z 2020 roku są wyjątkowe, z uwagi na pandemię COVID-19 i spowodowaną tym dużą stymulacją fiskalną ze strony rządu, Zob. *United Kingdom Government Budget*, <https://tradingeconomics.com/united-kingdom/government-budget#:~:text=Government%20Budget%20in%20the%20United,percent%20of%20GDP%20in%202020>, (dostęp 17.07.2022).

Przyjęcie Specjalnych Praw Ciągnięcia jako waluty międzynarodowej spowoduje eliminację kosztów związanych z wymianą walut oraz ograniczy ryzyko kursowe w światowym handlu i w innych globalnych przepływach finansowych. Takie rozwiązanie dawałoby jaśniejszy obraz rzeczywistych barier handlowych między krajami, które nie byłyby zakamuflowane jak dotychczas. Oznaczałoby to możliwość bardziej przejrzystego i partnerskiego traktowania partnerów handlowych i sprzyjałoby tym samym szybszemu wzrostowi wymiany handlowej niż ma to miejsce dotychczas<sup>285</sup>.

Niestety dla niektórych państw, zwłaszcza takich, gdzie dawna waluta zostałaby przeszacowana w stosunku do wartości SDR np. z powodów politycznych lub też miałyby nadmiernie wysoką cenę z punktu widzenia eksporterów z tego państwa, a wytworzona byłaby w następstwie m.in. inwestycji spekulacyjnych, przyjęcie SDR jako waluty obowiązującej będzie wiązało się z negatywnymi skutkami. Straty mogą pojawić się również w związku z niestabilnością sytuacji makroekonomicznej danego kraju, zwłaszcza w sytuacji wysokiej inflacji. Przyjęcie nowej międzynarodowej waluty może zmniejszyć stopę inflacji w szybkim tempie w kraju, który przez długi okres cechował się wysoką inflacją, ale w wyniku szybkiego procesu dostosowawczego będzie to skutkowało wejściem w recesję i wzrostem bezrobocia. Dla niektórych krajów może oznaczać to również tendencje deflacyjne<sup>286</sup>.

Dla wielu krajów świata, ujemnym skutkiem awansu SDR do roli waluty międzynarodowej będzie niemożność pobudzania koniunktury poprzez obniżanie wartości waluty krajowej w rezultacie uczynienia SDR denominatorem. Nie przewiduje się wprowadzenia obowiązku wiązania wartości waluty lokalnej z SDR, choć w wielu wypadkach byłoby to wskazane.

#### **4.4.3. Wpływ SDR jako pieniądza międzynarodowego na koordynację poziomu stóp procentowych**

Skutkiem dominacji Specjalnych Praw Ciągnięcia, a zwłaszcza dopuszczenia ich do obiegu gotówkowego, byłby problem koordynacji wysokości stóp procentowych w skali świata. Z jednej strony jedna waluta zbliży do siebie procesy makroekonomiczne poszczególnych krajów, z drugiej strony krajom z wyższą inflacją przydałaby się pewna

---

<sup>285</sup> Fatas A., Weder di Mauro B., *Korzyści i koszty globalnej waluty cyfrowej*, Obserwator Finansowy, Warszawa 2019.

<sup>286</sup> Papaioannou E., Portes R., *Costs and benefits of running an international currency*, European Economy Economic Papers 348, European Commission, Bruksela 2008.

autonomia w ustalaniu stóp procentowych w celu skutecznej kontroli inflacji. Kraje mniej rozwinięte, wychodzące z recesji lub o niższym ratingu finansowym przyciągnęłyby kapitał zagraniczny ze stosunkowo wyższą stopą zwrotu z depozytów, by zaspokoić swoje potrzeby w zakresie długu publicznego i poważnych projektów publicznych o znaczeniu infrastrukturalnym. W obliczu ustalania stóp procentowych na jednolitym lub bardzo zbliżonym poziomie w skali całego świata, może się zdarzyć, że stopy te będą korzystne dla jednych krajów, niekorzystne zaś dla innych. Ponadto, stopy procentowe przestałyby być również instrumentem krajowej polityki pieniężnej w celu stymulacji wzrostu gospodarczego. Pozostałaby nim wyłącznie polityka fiskalna oraz jakościowa (podażowa, strukturalna)<sup>287</sup>.

**4.4.4. Geopolityczne skutki pełnienia roli pieniądza międzynarodowego przez SDR**  
Wśród geopolitycznych konsekwencji awansowania SDR do roli waluty międzynarodowej jest podłamanie roli Stanów Zjednoczonych jako kreatora rzeczywistości gospodarczej w świecie.<sup>288</sup> Wiele będzie jednak zależeć od wspomnianej założenia, że zwiększenie roli SDR musi się odbyć drogą pewnego konsensu czy nawet ustępstw bloku krajów rozwiniętych, a zwłaszcza Stanów Zjednoczonych. Niewykluczone jest jednak to, że przewrotnie to strefa euro może paść ofiarą porozumienia USA z krajami rozwijającymi się, w tym z Chinami, jeśli chodzi o przyszły kształt międzynarodowego systemu walutowego czy finansowego.

Oprócz trudnych do przewidzenia niuansów takiego potencjalnego porozumienia, warto rozważyć za słuszne tezy raportu MFW kreującego wizję nowego multilateralnego świata, gdzie istniałby wielobiegunowy system zarządzania przepływami finansowymi w skali globalnej. Sami autorzy raportu z MFW preferują stopniowe dochodzenie do tej perspektywy zamiast nagłego przejścia do zunifikowanego systemu globalnego<sup>289</sup>. Szczegóły samego projektu, zawartego w raporcie MFW, streszczono w poniższej tabeli.

---

<sup>287</sup> Tamże.

<sup>288</sup> Przyczyną tego jest m.in. wysoki poziom kosztów produkcji oraz stagnacyjne lub recesyjne tendencje demograficzne, które zmniejszają możliwość oddziaływania europejskiej gospodarki na świat. Więcej o perspektywach europejskiej demografii: *Sprawozdanie Komisji dla Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów w sprawie skutków demograficznych (2020)*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0241&from=EN>, s.11. (dostęp 29.09.2021).

<sup>289</sup> Moghadam R., *Reserve Accumulation and International Monetary Stability*, IMF, Waszyngton 2013.

Tabela 18. Koncepcje działań mających na celu zmniejszenie popytu i dywersyfikację podaży rezerw na rzecz stabilności MFW.

Okres	Proponowane koncepcje działań
Bliska przyszłość	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. dobrowolna wielostronna umowa ramowa (dobrowolne dostosowania własnej polityki rezerw dające większą stabilność międzynarodowemu systemowi monetarnemu oraz porozumienia dwustronne między krajami)</li> <li>2. nacisk na adekwatność rezerw (pod względem ich wysokości i dywersyfikacji walutowej)</li> </ol>
Pogranicze bliskiej przyszłości i średniego okresu	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. monitorowanie przepływów kapitałowych</li> <li>2. obowiązkowe raportowanie składu COFER, czyli kompozycji oficjalnych rezerw walutowych MFW</li> <li>3. stworzenie rachunku wymiany (substitution account), służące wymianie owych rezerw walutowych na rezerwy denominowane w SDR-ach</li> </ol>
Średni okres	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. szersze wykorzystanie SDR w transakcjach międzynarodowych</li> <li>2. nakierowanie na bardziej szczegółowe polityki dotyczące emitentów (issuers) i posiadaczy (holders) rezerw</li> </ol>
Pogranicze średniego i długiego okresu	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. wielostronna umowa ramowa dotycząca przepływów kapitałowych</li> <li>2. „przeorganizowanie” aktywów rezerwowych krajów z grupy EM (emerging markets)</li> </ol>
Długi okres	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. kary umowne za wysokie nierównowagi bilansowe</li> <li>2. system rezerw w dużej części oparty na SDR</li> <li>3. waluta międzynarodowa</li> </ol>

Źródło: International Monetary Fund, *Strategy, Policy and Review Department, Reserve Accumulation and International Monetary Stability*, IMF Waszyngton 2010

Rola MFW będzie w pierwszej fazie polegać zarówno na doradztwie, jak i na sprawowaniu pewnych form kontroli kapitału (wymagałoby to zmiany w Statucie MFW). Z czasem skutkiem dojrzewania systemu opartego częściowo na SDR musi być monitoring przez Fundusz krajowych banków centralnych lub innych ośrodków,

zbierających i dostarczających mu danych na temat przepływów finansowych dotychczas nieraportowanych. Pozwoliłoby to zbudować bardziej pełną mapę globalnych przepływów finansowych oraz ryzyka z nimi związanego. Taka mapa może być zdecydowanie bardziej czytelna, jeśli SDR byłby podstawową jednostką księgowości międzynarodowej.

Konsekwencją budowy i utrwalenia nowego systemu monetarnego będą również jednolite standardy dotyczące niestabilności przepływów międzynarodowych, metody ostrzegania przed kryzysami finansowymi (w oparciu o obserwację przepływów) oraz jednolite wymogi dotyczące gromadzenia rezerw, kontroli kapitału czy też limitów ostrożnościowych w celu ograniczenia ryzyka.

Powiązanie dodatkowych alokacji SDR z wypełnianiem przez poszczególne kraje wymogów monitorowania (np. co miesiąc) danych na temat przepływów kapitałowych brutto, z informacją skąd i dokąd przechodzą przepływy (obecnie około 70 krajów udziela MFW informacji na temat przepływu inwestycji portfelowych, aczkolwiek jest to drobny wycinek wszelkich przepływów finansowych)<sup>290</sup>, będzie alternatywą dla obecnego dobrowolnego de facto raportowania tego typu danych.

Istnienie porządku monetarnego, opartego na niezależnej wspólnej walucie międzynarodowej może również ułatwiać budowę jednolitych norm kontroli przepływu kapitału, w sytuacjach istnienia nadmiernych nierównowag (nadwyżek, deficytów), w przypadku poszczególnych krajów, w celu zmniejszenia globalnej zmienności i nierównowagi przepływów finansowych ogółem.

W zasadzie, takie międzynarodowe porozumienie będzie konsekwencją ustanowienia takiego systemu. Natomiast, jeśli nie zostanie ono ustalone w formie wielostronnej umowy międzynarodowej, to niestety będą istniały przesłanki do szybkiej erozji takiego systemu. Brak przestrzegania standardów będzie nasilał odpływ kapitału z jednych rynków w tym samym momencie, kiedy mamy do czynienia z napływem do innych krajów<sup>291</sup>.

---

<sup>290</sup> *Coordinated Portfolio Investment Survey*, IMF <https://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363&slId=1481580274211>, (dostęp 12.08.2022).

<sup>291</sup> Ostry J.D., Ghosh A.R., Qureshi M.S., *Duże przepływy kapitału mogą stwarzać ryzyko dla stabilności finansowej* w: Obserwator Finansowy, Warszawa 2017, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/duze-przeplywy-kapitalu-moga-stwarzac-ryzyko-dla-stabilnosci-makroekonomicznej/>.

Proces tworzenia waluty światowej wymagałby równoczesnej woli wszystkich krajów tworzących rezerwy w celu poświęcenia swej niezależności monetarnej w imię niższej zmienności światowego systemu walutowego. Są to ambicje długoterminowe, gdyż trudno wyobrazić sobie taką globalną zgodność. Inaczej sytuacja przedstawia się w przypadku upowszechnienia nowej waluty międzynarodowej. Świadomy tego Międzynarodowy Fundusz Walutowy powinien zachęcać członków funduszu posiadających rezerwy walutowe do stopniowego dostosowania składu rezerw walutowych i zniechęcać jednocześnie do aktywnego zarządzania walutami, które mogłyby wywoływać duże wahania pomiędzy składnikami rezerw.

Konsekwencją zwiększenia roli SDR w gospodarce światowej, może okazać się redukcja nadmiernej akumulacji rezerw walutowych w wielu krajach rozwijających się i emerging markets. Utrzymanie systemu alokacji, przy znaczącej jego skali, a następnie planowa zwiększona dystrybucja SDR, także w ramach pomocy rozwojowej lub promowania współpracy międzynarodowej (na sposób podobny do Unii Europejskiej) powinny zapewnić znacznie mniejszy „wyścig o SDR” niż jest to widoczne w wielu krajach w postaci „wyścigu” o zdobycie dolara lub aktywów w nim denominowanych.

Warto zwrócić również uwagę na to, że w przypadku wprowadzenia SDR jako denominatora dla licznych walut krajowych uniezależniałby on częściowo gospodarkę światową od ryzyka występującego w pojedynczym kraju (dolar amerykański) lub w sąsiedztwie strefy jednej waluty (euro). SDR stałby się de facto zwornikiem systemu wielobiegunowego i punktem kształtowania wartości z czasem niezależnej od wartości koszyka kilku walut, a potem kilkunastu lub kilkudziesięciu walut. Po stosownym do sytuacji okresie stałby się walutą niezależną, wykorzystując najpierw część doświadczeń budowy strefy euro, a także doświadczenia dotyczące wchodzenia w wysoce płynny, wirtualny rynek kryptowalut.

#### **4.5. Wnioski**

Przebudowa międzynarodowego systemu walutowego jest w przyszłości nieunikniona. Jego ewolucja, kształt i charakter, jest procesem trudnym do przewidzenia i uzależnionym od wielu czynników politycznych, niezależnych w dużej mierze od argumentów ekonomicznych.

W rozdziale czwartym podjęłam próbę zbadania kilku rodzajów konstrukcji przyszłego systemu walutowego, zwanych tutaj scenariuszami. Literatura dotycząca

poruszonego przeze mnie zagadnienia nie jest rozbudowana. Niewielu ekonomistów w skali świata, bez względu na jego region, wypowiada swoje zdanie na temat wizji ewolucji pieniądza światowego i roli, jaką w niej mogłaby odegrać waluta powstała na bazie Specjalnych Praw Ciągnięcia.

Wg rozumowania przedstawionego w pracy przemiana systemu walutowego powinna zmierzać w podobną stronę jak dotychczas jednak w dużo większej skali. Oznacza to początkowo wyższe składki w walutach rezerwowych koszyka SDR, a następnie większą alokację do poszczególnych krajów. Do pierwszych posunięć w stronę awansu SDR do roli pieniądza międzynarodowego można zaliczyć wprowadzenie zasady, wg której udział alokacji do krajów najsłabiej rozwiniętych jest wyższy, niż ich udział w składkach płaconych na rzecz MFW. Podążanie w kierunku tak skonstruowanego systemu jest kluczem do osiągnięcia sukcesu Specjalnych Praw Ciągnięcia w przyszłości, oczywiście w nowej, rozbudowanej postaci.

Ważna jest tu rola krajów słabo rozwiniętych oraz tych rozwiniętych średnio, ze względu na to, że duża grupa krajów najbardziej rozwiniętych emituje cenione waluty światowe, obecne na rynkach i stanowiące większość rezerw walutowych krajów o niższym poziomie rozwoju gospodarczego. Ułatwia to, zwłaszcza Stanom Zjednoczonym, finansowanie swojego „podwójnego deficytu” i życie kosztem mniej zamożnych społeczeństw, które często są zmuszone posiadać dolary, aby pełnić rolę wiarygodnych uczestników handlu międzynarodowego oraz światowego rynku instrumentów dłużnych.

Z tego powodu zaproponowane w pracy scenariusze kładły nacisk na to, aby zintensyfikować (od strony formalnej i rynkowej) wykorzystanie SDR w krajach rozwijających się i emerging markets, włącznie z aspektami pomocy rozwojowej w rodzaju tej świadczonej przez Bank Światowy (Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju) czy przyzwolenia na dualizm walutowy (wprowadzenie SDR lub jego następcy jako drugiej waluty w danym kraju) i emisji nowej waluty międzynarodowej w postaci gotówkowej.

Nie ma wątpliwości, że Stany Zjednoczone będą blokować poszerzanie roli SDR zawsze, gdy będzie to związane z ograniczeniami dla dolara amerykańskiego. Pełnienie roli pieniądza światowego przez dolara amerykańskiego jest dla USA korzystne z powodu możliwości sprzedaży instrumentów dłużnych we własnej walucie na całym



świecie, co czyni cały proces znacznie mniej ryzykownym, niż gdyby musiały korzystać z bardziej zdywersyfikowanego wachlarza walut.

Warto jeszcze raz przypomnieć, że udział dolara w koszyku SDR wzrósł w 2022 roku do poziomu 43,38% z wcześniejszego poziomu 41,73%. Stany Zjednoczone nie składają więc broni, a ich polityka świadczy o tym, że jeśli SDR ma nadal istnieć, a nawet w jakimś stopniu rozwijać się, to tylko i wyłącznie jako przedłużenie dolara. Tak można ocenić politykę amerykańską obecnie. Jeśli sytuacja ta ma ulec zmianie, potrzebna będzie presja dużej liczby krajów o znaczącej sile gospodarczej. Nie wystarczy tu jedynie zdecydowane stanowisko Chin, ale co najmniej bloku BRICS, w którym zamieszkuje niemal 3 miliardy ludzi.

Unia Europejska jest skupiona na rozszerzaniu strefy euro, a nie na integracji walutowej w skali globalnej. W samej Unii Europejskiej jest kilka państw, których rządy nie są zainteresowane integracją monetarną lub nie kwalifikują się do niej. Z krajów „starej Unii” są to Dania i Szwecja, z nowych krajów członkowskich zaś Czechy, Polska, Rumunia i Węgry. Dla krajów strefy euro, waluta ta jest nie tylko symbolem wspólnej drogi gospodarczej, ale także manifestem niezależności od strefy dominacji dolara amerykańskiego, która obejmuje większość świata, w tym zdecydowaną większość transakcji portfelowych oraz surowcowych. Jeśli UE miałaby zgodzić się na projekt SDR, to również tylko w powiązaniu SDR w większej mierze z euro, kosztem utraty wagi dolara w koszyku lub w inny sposób.

Chiny to kraj zwiększający swój udział w gospodarce światowej, a także w koszyku określającym wartość SDR. Od czasu wejścia w skład tego koszyka, udział renminbi stale w nim rośnie. Odzwierciedla to siłę gospodarki chińskiej, jej coraz większe znaczenie w międzynarodowych przepływach finansowych, ale jest również obrazem stałej polityki dyplomacji ze strony Stanów Zjednoczonych i Europy w stosunku do Chin, gdyż cały czas dolar i euro określają ponad 70% wartości SDR. Zyski, jakie osiąga strona chińska wynikające z faktu, że jej waluta jest brana pod uwagę podczas określania wartości koszyka SDR są z kolei stratami Japonii i Wielkiej Brytanii. Rola jena japońskiego spada wraz z przedłużającą się stagnacją gospodarki japońskiej, zaś funt brytyjski jest od dawna cieniem swojej potęgi i znaczenia w porównaniu do czasów, gdy Imperium Brytyjskie dominowało nad światem, które skończyły się wraz z I wojną światową. Wtedy to dolar amerykański zastąpił funta brytyjskiego, jako główna waluta

światowa. Od tego czasu funt brytyjski jest walutą drugorzędną, szczególnie słabą od lat sześćdziesiątych XX wieku, kiedy nastąpił proces dekolonizacji wielu posiadłości brytyjskich.

Poglądy prezesa chińskiego banku centralnego Xiaozhuana to wyraźny głos ekonomisty-praktyka. Jego zdaniem, należy wzmocnić mechanizmy kontroli walutowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz odejść od dolara amerykańskiego, na rzecz SDR jako dominującej waluty w obszarze handlu i rezerw. Rzecz w tym, by Specjalne Prawa Ciągnięcia były niezależne od walut jakiegokolwiek kraju.

Jak widać, chińska perspektywa, jest radykalnie różna niż to, co można usłyszeć lub wywnioskować z działań przedstawicieli Stanów Zjednoczonych. Zarówno praktyka ze strony USA, jak i jej teoretyczne uzasadnienie w postaci poglądów K. Rogoffa, dąży do jak najmniejszych alokacji SDR i jednocześnie dużej roli dolara amerykańskiego w koszyku SDR, po to, aby Specjalne Prawa Ciągnięcia pozostały instrumentem drugorzędnym w strukturze międzynarodowego ładu walutowego i finansowego oraz by były uzależnione od wpływu waluty Stanów Zjednoczonych.

Dyskusje na temat pieniądza międzynarodowego prowadzą do pewnych niewielkich zmian, jednakże nie można mówić o jednokierunkowej ewolucji dotyczącej SDR i ich roli. Pomimo licznych dysfunkcji obecnego ładu walutowego, w literaturze ekonomicznej jest stosunkowo niewiele na temat śmiałych i dobrze skonstruowanych wizji zmian w przyszłości.

Specjalne Prawa Ciągnięcia mogłyby pełnić funkcję pieniądza międzynarodowego, aczkolwiek nie ma jasno określonej drogi do osiągnięcia takiego celu. Mają szansę osiągnąć sukces jako nowa waluta międzynarodowa tylko w drodze szerokich kompromisów między dużymi grupami krajów, w szczególności w warunkach kryzysowych, ponieważ jednostronne zadeklarowanie gotowości akceptacji SDR może być dalece niewystarczające, aby SDR były pierwszorzędą walutą światową, podobnie jak jest to dzisiaj w przypadku dolara amerykańskiego.

Rozszerzona rola, jaką miałyby osiągnąć Specjalne Prawa Ciągnięcia wiąże się również z koniecznością wzmocnienia samej instytucji Międzynarodowego Funduszu Walutowego i poszerzenia jego uprawnień, w tym scentralizowania kontroli, zwiększenia uprawnień względem państw oraz międzynarodowych prywatnych grup finansowych czy

przemysłowych, oraz bardziej ścisła współpraca z Bankiem Światowym, który także dzięki gotówkowej formie pomocy ludziom w krajach słabo rozwiniętych, mógłby upowszechnić Specjalne Prawa Ciągnięcia poza sektorem publicznym i prywatnym sektorem finansowym. MFW musi zwiększyć udziały grupy krajów rozwijających się i emerging markets, a także wypracować, być może poprzez działania ONZ (którego MFW i BŚ są agendami) i WTO, konsensus co do zwiększenia roli rezerw w SDR oraz międzynarodowych przepływach kapitałowych. Być może początkiem drogi do tego byłoby objęcie wszelkich transakcji zawieranych walutami innymi niż SDR podatkiem Tobina<sup>292</sup>.

Propozycji podobnych można rzecz jasna sformułować znacznie więcej, jednak kluczowym wnioskiem dla uczynienia SDR walutą międzynarodową, jest szeroki konsensus w ramach głównych gospodarek światowych. Oparcie sukcesu SDR na samych krajach BRICS czy nawet większości krajów rozwijających się i emerging markets byłoby również doniosłe, ale w takim przypadku maksymalny pułap znaczenia SDR prawdopodobnie zbliżyłby się do znaczenia euro na międzynarodowych rynkach finansowych, ale wciąż pozostawałby daleko za dolarem amerykańskim.

---

<sup>292</sup> Czyż M., *Ocena podatku od obrotów walutowych (podatku Tobina) w świetle działań antykryzysowych*, *Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu* 17, 2010, s. 67-68.

## ZAKOŃCZENIE

Przyszłość finansów międzynarodowych wiąże się z nieuniknioną przebudową międzynarodowego systemu walutowego, którego finalny kształt jest wysoce nieprzewidywalny. Problematyka ewolucji Specjalnych Praw Ciągnięcia w kontekście waluty międzynarodowej stanowi zagadnienie złożone, którego rozwój uzależniony jest od wielu czynników zewnętrznych, powiązanych z kierunkiem zmian dotyczących międzynarodowego systemu walutowego. Dostęp do pieniądza międzynarodowego jest bardzo ważnym elementem oddziałującym na dystrybucję zasobów, w tym kapitału, w skali świata. W literaturze światowej budzi on jednak wciąż mniejsze zainteresowanie, niż problematyka dystrybucji zasobów materialnych, jako formy zmniejszania nierówności na świecie.

Na przełomie lat sześćdziesiątych i siedemdziesiątych, wraz z kryzysem walutowym, pojawił się problem kreacji pieniądza światowego. Stany Zjednoczone dostarczały nieograniczone ilości dolara amerykańskiego gospodarce światowej, osłabiając jednocześnie pozycję swojej waluty i popadając w deficyt bilansu płatniczego. W sytuacji, gdy Stany Zjednoczone zdecydowałyby się przeprowadzić dewaluację, w celu odbudowy pozycji handlowej i poprawy swojej konkurencyjności, funkcjonowanie światowego systemu walutowego byłoby poważnie zagrożone, ze względu na wycofanie płynności z rynku światowego. Specjalne Prawa Ciągnięcia powstały m.in. w celu umożliwienia bezpiecznego wycofania Stanom Zjednoczonym dolarów amerykańskich z rynku światowego, poprzez zamianę ich na SDR i uniknięcie negatywnego efektu przeprowadzenia takiego procesu dla rynku jako całości. SDR jednak nie wypełniły tej roli, ze względu na to, że Stany Zjednoczone radykalnie zwiększyły deficyt.

Do dziś znaczna część krajów, głównie zaliczanych do grupy krajów rozwijających się, a część także do emerging markets, dokonuje ogromnej akumulacji rezerw w postaci aktywów wycenianych w walutach międzynarodowych forsując proeksportowy model rozwoju. Kraje te pogłębiają w ten sposób zależność od dużych gospodarek światowych i jednocześnie finansują wysokie zadłużenie i trwałe deficyty tych gospodarek (głównie Stanów Zjednoczonych). Tego rodzaju praktyka, charakterystyczna dla obecnego porządku walutowego, jest praktyką etycznie wątpliwą. Stany Zjednoczone cechują się trwale ujemną pozycją finansową i rosnącym zadłużeniem, które finansowane jest przez inwestorów i rządy z krajów biedniejszych.

Dzięki temu, że dolar amerykański jest czołową walutą międzynarodową, jego znacząca emisja, nie generuje skutków inflacyjnych w kraju. Zjawisko to rozchodzi się do wielu gospodarek, które dolara potrzebują, m.in. dlatego, że pełni on rolę środka wyceny surowców (petrodolary).

Wyniki badań, które przedstawiłam w pracy umożliwiły pozytywną weryfikację hipotezy głównej zakładającej, że awansowanie SDR do roli pieniądza międzynarodowego powinno rozpocząć się od szerszego ich wykorzystania w stosunkach finansowych krajów rozwijających się i rynków wschodzących, co daje szansę na upowszechnienie SDR w finansach międzynarodowych, a co więcej może działać stabilizująco na globalny system walutowy. Efektem wdrożenia SDR do finansów krajów rozwijających się byłaby stabilizacja rynku. Mogłoby to doprowadzić do ograniczenia narastania nierównowag międzynarodowych pomiędzy bogatą Północą, a biednym Południem.

Hipoteza pomocnicza, według której organizacja międzynarodowego systemu walutowego w istotny sposób może określić rodzaj, zakres i funkcję pieniądza światowego, również została zweryfikowana jako prawdziwa.

Kolejno międzynarodowe systemy walutowe oparte były na złocie, funcie brytyjskim oraz dolarze amerykańskim. Kruszcze lub wymienione waluty były miernikami wartości pozostałych walut. Wszystko to zmieniło się w latach siedemdziesiątych, po upadku systemu z Bretton Woods. Światowy system walutowy skomplikował się. Liberalizacja rynków finansowych oraz powszechne przechodzenie do płynnych lub mieszanych reżimów kursowych doprowadziło do zjawiska podwartościowości i nadwartościowości walut, co uruchomiło przepływy kapitałów spekulacyjnych. Dotknęło to w szczególności kraje rozwijające się i postkomunistyczne, a zwłaszcza region Ameryki Łacińskiej w latach osiemdziesiątych XX wieku.

Pozycję mniej znaczących walut międzynarodowych pełniły jen japoński, funt brytyjski, marka niemiecka, czy frank francuski. Ich znaczenie było istotne w skali regionalnej i kontynentalnej. Żadna waluta w „globalnym chaosie” walutowym końca XX wieku nie była jednak w stanie zagrozić dominującej pozycji dolara, a poważna alternatywa, w postaci euro, pojawiła się dopiero w latach 1999-2002. Mimo światowego kryzysu finansowego z lat 2007-2009, światowy porządek walutowy XXI wieku jest bardziej stabilny niż było to w ostatnich trzydziestu latach XX wieku.

Specjalne Prawa Ciągnięcia zostały wykorzystane jako jedno z narzędzi do walki zarówno z kryzysem lat 2007-2009 jak i z kryzysem spowodowanym pandemią COVID-19 w 2020 roku. Alokacje w tych okresach wzrosły znacząco w porównaniu z końcem XX wieku. Biorąc pod uwagę wyniki badań zamieszczone w pracy, tj. pozytywną weryfikację hipotezy głównej, można uznać za niewłaściwy fakt, że nie wykorzystano SDR w trakcie „chaosu walutowego” trzech ostatnich dekad ubiegłego wieku. W tamtym okresie, w wielu krajach (zwłaszcza w krajach rozwijających się i rynkach wschodzących) można było za ich pomocą zapobiec kryzysom walutowym, albo przynajmniej zmniejszyć ich skutki. Specjalne Prawa Ciągnięcia mogły także w przeszłości posłużyć w celu uniknięcia szybkich deprecjacji walutowych i hiperinflacji poprzez denominację walut krajowych w SDR. Mimo istotnego zwiększenia skali operowania Specjalnymi Prawami Ciągnięcia w bieżącym wieku, ich znaczenie wciąż jest marginalne i okresowe, pomimo iż z ich pomocą można byłoby zbudować system efektywny oraz sprawiedliwy w sensie dystrybucyjnym, tak aby rosła użyteczność systemu jako całości, nie zaś jego poszczególnych części.

Przyszłość światowego porządku monetarnego jest związana z czynnikami geopolitycznymi oraz z procesem wirtualizacji pieniądza. Stany Zjednoczone i Unia Europejska, a także Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), grupujące większość rozwiniętych gospodarek świata, nie opowiadają się za znaczącymi zmianami w systemie walutowym, ponadto ich część jest zaangażowana w obronę dominującej pozycji dolara amerykańskiego lub w obronę, zbudowanej zaledwie 20 lat temu, strefy euro. Spośród znanych światowych ekonomistów, sceptyczne zdanie sformułował na ten temat K. Rogoff, który wygłosił apologię funkcjonowania systemu, w której dolar sprawuje naczelną rolę.

Celem pracy było zbadanie roli Specjalnych Praw Ciągnięcia w pełnieniu funkcji pieniądza międzynarodowego, a także sformułowanie odpowiedzi na pytanie czy są szanse na to, by Specjalne Prawa Ciągnięcia stały się w przyszłości pieniądzem międzynarodowym oraz czy szersza rola SDR mogłaby przyczynić się do bardziej sprawnego funkcjonowania i stabilności międzynarodowego systemu walutowego.

Budowa systemu opartego na dominującej roli Specjalnych Praw Ciągnięcia, jest możliwa, ale wymaga geopolitycznego konsensusu i szerokich przygotowań ze strony

kilku instytucji międzynarodowych (MFW, Bank Światowy, ONZ, być może również WTO), a także ze strony państw.

Takie rozwiązanie jest realne, ale nie w dzisiejszych warunkach, gdy świat pogrążony jest w przeciwnościach i konfliktach (odnowienie się zimnej wojny, w postaci konfliktów dyplomatycznych na linii Stany Zjednoczone i Unia Europejska kontra Chiny i Rosja). Takie zaburzenia polityczno-militarne odsuwają możliwość utworzenia systemu opartego na Specjalnych Prawach Ciągnięcia do bliżej niedającej się określić przyszłości, z uwagi na fakt, że dialog międzynarodowy w takim okresie jest trudny do przeprowadzenia.

W tej sytuacji realnym rozwiązaniem wydaje się porzucenie ambicji dotyczących waluty międzynarodowej o znaczeniu globalnym. Zamiast tego należy rozważyć utworzenie wspólnej waluty dla krajów rozwijających się i rynków wschodzących, które są świadome gorszej pozycji na międzynarodowym rynku walutowym. Pozycja ta przejawia się m.in. koniecznością gromadzenia wysokich rezerw dolarowych kosztem rozwiązywania problemów społecznych. Przykładem takiego kraju (ryнку wschodzącego) są Chiny, które pomimo sukcesów w sektorze produkcyjnym, nadal pełnią niewielką rolę na międzynarodowym rynku finansowym, a ich powodzenie w dużej mierze wynika z zależności polegającej na skupowaniu amerykańskich papierów dłużnych w zamian za przychody z eksportu towarów.

Wspólny pieniądź licznego bloku państw rozwijających się i emerging markets będzie miał wiele ograniczeń w porównaniu z sytuacją, w której byłby pieniądzem transakcyjnym dla wszelkich transakcji międzynarodowych. Nie będzie pieniądzem uniwersalnym i jest ryzyko, że w rezerwach krajów rozwiniętych nie będzie stanowił znaczących udziałów.

Były prezes Chińskiego Banku Centralnego, Xiaozhuan, wsparł swoim autorytetem konieczność wdrożenia pieniądza światowego na bazie SDR. Jego argumentacja oraz konieczność upowszechnienia SDR w skali całego świata nie jest jednak bezinteresowna, gdyż w rzeczywistości traktuje on to rozwiązanie jako pośrednie w osiągnięciu celu, jakim jest zwiększenie istotności juana w gospodarce światowej.

Międzynarodowy system walutowy kształtowany jest w dużym stopniu przez międzynarodowe czynniki i relacje polityczne. Stany Zjednoczone nie zaakceptują utraty

dominującej pozycji dolara amerykańskiego. Gdyby jednak nowa waluta międzynarodowa w dużym stopniu zależała od woli i interesów największej potęgi militarnej świata, zwiększałoby to szansę na jej funkcjonowanie w formie waluty substytucyjnej na czas kryzysów. W tej sytuacji Specjalne Prawa Ciągnięcia mogłyby być wsparciem dla dolara amerykańskiego w pełnieniu jego funkcji szczególnie w obszarze krajów rozwijających się i emerging markets.



## Bibliografia

- Alberola E., Serena J. *Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, Economic Notes by Banca dei Paschi di Siena, vol. 37, no. 3., 2008
- Aiyar S., *An International Monetary Fund Currency to Rival the Dollar? Why Special Drawing Rights Can't Play That Role*, Center for Global Liberty and Prosperity, Waszyngton 2009
- Arab Monetary Fund, *Arab Accounting Dinar Exchange Rates*, AMF, Abu Dhabi 2022
- Balicki A., *Dylemat Triffina we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym*, SGH, Warszawa 2013
- Begole W., Marsh C., *Reviving the SDR for the next century*, Money Inside and Out, 2021
- Bilski J., *Dolaryzacja w gospodarce światowej – przyczyny, rodzaje*, Zeszyty Naukowe (179) Uniwersytet Ekonomiczny, Poznań 2011
- Bilski J., Feder-Stempach E., *EMU an Incomplete Project?*, Difin, Warszawa 2015
- Bilski J., Janicka M., Miziołek T., *Międzynarodowy system finansowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016
- Bilski J., Janicka M., Wdowiński P., Maciejczyk-Bujnowicz I., *Import kapitału a sfera realna polskiej gospodarki*, PWE, Warszawa 2018
- Bilski J., *Linie swap – dobre rozwiązanie na złe czasy*, Obserwator finansowy, Warszawa 2020
- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy, Kierunki Ewolucji*, PWE, Warszawa 2006
- Bilski J., *Pieniądz międzynarodowy w powojennej historii międzynarodowego systemu walutowego. Teoria i praktyka*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica nr 316(5) 2015
- Bilski J., *Proces tworzenia pieniądza międzynarodowego w Europie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012
- BIS, *Regional currency areas and the use of foreign currencies*, BIS Papers No 17, Monetary and Economic Department, Bazylea 2003
- Blanchard O., *Makroekonomia*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011
- Bogołębska J., *Alternatywne metody alokacji płynności międzynarodowej*, w red: K. Jajuga, „Finanse-nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy”, Prace Naukowe UE we Wrocławiu, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011

- Bogołębska J., *China as an immature creditor country- dilemmas for its monetary policy*, w: "Asian Economies in the context of globalization", Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2016
- Bogołębska J., *Doświadczenia gospodarki światowej ze stanami globalnych nierównowag płatniczych w kontekście ich kryzysogenności*, w: Integracja i kryzysy na lokalnych i globalnych rynkach we współczesnym świecie", Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2013
- Bogołębska J., *Internacjonalizacja Renminbi (RMB) a międzynarodowa nierównowaga płatnicza*, w: „Wyzwania gospodarki globalnej”, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego, nr 31, Gdańsk 2012
- Bogołębska J., *Internacjonalizacja walut krajów emerging markets jako nowe zjawisko w finansach międzynarodowych*, w: „International Business and Global Economy”, Instytut Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2014
- Bogołębska J., *Kierunki zwiększania stabilności międzynarodowego systemu walutowego – problem podaży waluty międzynarodowej*, w: „Problemy regionalizmu i globalizacji” red. J. Rymarczyk, M. Domiter, W. Michalczyk, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, no. 221, Wrocław 2011
- Bogołębska J., *Międzynarodowa koordynacja polityk gospodarczych w warunkach kryzysu finansowego i nierównowag globalnych*, w: „Współczesne problemy finansów międzynarodowych”, Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica, no. 6 (317), 2015
- Bogołębska J., *Międzynarodowa nierównowaga finansowa i jej wpływ na rozwój gospodarki światowej*, w: „System finansowy a rozwój gospodarczy. Szanse i zagrożenia.” red. B. Filipiak, J. Fila, Studia Finansów i Bankowości, Difin, 2012
- Bogołębska J., *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013
- Bogołębska J., *Poziom, motywy utrzymywania oraz funkcje rezerw walutowych krajów rozwiniętych. Analiza ze szczególnym uwzględnieniem Europejskiego Systemu Banków Centralnych*, w: „Mechanizmy funkcjonowania strefy euro. Aktualne problemy”, Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica, no 5 (316), 2015
- Bogołębska J., *Uwarunkowania funkcjonowania aktywów bezpiecznych (safe assets) wobec przemian w międzynarodowym systemie walutowym*, w: “Gospodarka światowa XXI wieku – wyzwania i perspektywy”, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 523, Wrocław 2018
- Bogołębska J. red. Baładynowicz-Panfil K., *Akumulacja rezerw walutowych jako determinanta nierównowagi na rachunku obrotów bieżących*, International Business and Global Economy, no. 32, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2013
- Bogołębska J., Wypych M., Trippner P., *Dilemmas of creating a reserve currency in the conditions of growing debt of the issuing countries*, w: „Finance, accounting and economic aspects of contemporary management”, Entrepreneurship and Management, Volume XIX, Issue 1, Part 1, 2018
- Boughton J.M., *Why White, Not Keynes, Invention the Postwar International Monetary*

- System*, IMF Working Paper No. 52, Waszyngton 2002
- Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2001
- Bukowski S. I., *Financial Integration in the European Monetary Union*, Taylor & Francis Ltd, Abingdon 2019
- Bukowski S. I., *Globalizacja i integracja regionalna a wzrost gospodarczy*, CeDeWu, Warszawa 2010
- Bukowski S. I., *Strefa Euro*, PWE 2007
- Bylok F., *Wybrane aspekty socjologii rynku*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2005
- Caballero R. J. i Krishnamurty A., „Global imbalances and financial fragility”, *American Economic Review*, Vol.99.No.2, 2009
- Catao L., Solomou S. *Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment Under the Gold Standard*, IMF Working Paper No. 41, Waszyngton 2003
- CFI Team, *Special Drawing Rights (SDR)*, Corporate Finance Institute, 2022
- Childe V.G., *O rozwoju historii*, PWN, Warszawa 1963
- Chung D.K., Kwai M., *The Global Financial Crisis, Future of the Dollar and the Choice for Asia*, ADB, Seul 2011
- Chrabonszczewska E., *Europejski System Walutowy*, Poltext, Warszawa 1991
- Chrabonszczewska E., Kalicki K., *Teoria i polityka kursu walutowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1996
- Clark P.B., Polak J.J., *International Liquidity and the Role of SDR in International Monetary System*, WP/02/217, IMF Working Paper, IMF, Waszyngton 2002
- Cohen, B.J., *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan, London 1971
- Cooper R.N., *A Monetary System For The Future*, *Foreign Affairs*, Vol.63, No.1, *The Economist*, London 1984
- Cooper R.N., *Does the SDR Have A Future?*, *Journal of Globalization and Development*, Vol.1, Issue 2, Article 11., 2010
- Cooper R.N., *Proposal for a Common Currency among Rich Democracies*, Working Papers 127, Oesterreichische Nationalbank (Austriacki Bank Centralny), 2006
- Cooper R.N., *The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects*, Brookings Institution, Waszyngton 1982

- Copeland J.E., *The Untold Story of Economic Conflict in the Second Great War: Battle To Bretton Woods, Rhetoric of the Marshall Plan, George F. Keenan, John Maynard Keynes, etc.*, The University of Texas, Arlington 2016
- Corbo V., *Monetary Policy in Latin America in the 1990s*, Working Papers Central Bank of Chile 78, Central Bank of Chile, Chile 2002
- Czyż M., *Ocena podatku od obrotów walutowych (podatku Tobina) w świetle działań antykryzysowych*, Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu 17, 2010
- Danescu E., *The Werner Report – drafting and attempts at implementation (1970-1974)*, CVCE, 2016
- De Grauwe P., *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford 2009
- Degras J., *Soviet Documents on Foreign Policy*, Oxford University Press, Oxford 2951, Londyn 1961-1953
- Drabowski E., *Pieniądz międzynarodowy*, wydanie II, PWN, Warszawa 1988
- Draghi M., *The international role of the euro*, ECB, Frankfurt and Menem 2017
- Duwendag D., Ketterer K.H., Kusters W., Pohl.R., Simmert D.B., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna* Poltext, Warszawa 1995, s.40
- Dwyer G.P., Lothian J.R., *International money and common currencies in historical perspective*, CEIS Tor Vergata Research Paper Series, Vol. 3, No. 9, 2003
- Edwards S., *Systemy kursowe w krajach wschodzących: perspektywa historyczna*, w: Obserwator Finansowy, Warszawa 2020
- Eichengreen B., *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press, Oxford University Press, Nowy Jork 2011
- Eichengreen B., Flandreau M., *The Federal Reserve, the Bank of England and the rise of the dollar as an international currency, 1914-39*, BIS Working Paper No. 328, 2010
- Eichengreen B., Sussman N. *International Monetary System in the (Very) Long Run*, *IMF Working Paper*, no.43, IMF 2020
- Eichengreen B., Temin P., *The gold standard and the great depression*, NBER Working Paper No.6060, 1997
- Einzig P., *Primitive money in its Ethnological, Historical and Economic Aspects*, Pergmon Press, Oxford 1949
- Encyklopedia Popularna PWN*, PWN, Warszawa 2017
- Europejski Bank Centralny, *Euro poza Europą*, EBC, Frankfurt nad Menem 2022

- Fajans W., *Wahania Walutowe*, Gebethener i Wolf, Warszawa 1917
- Fatas A., Weder di Mauro B. *Korzyści i koszty globalnej waluty cyfrowej*, Obserwator Finansowy, Warszawa 2019
- Fatas A., Weder di Mauro B., *Making (some) sense of cryptocurrencies: When payments systems redefine money*, CEPR, Paryż 2018
- Fitch Wire, *Latin American Sovereigns Put IMF SDRs to Varying Uses*, Fitch Ratings, Nowy Jork 2021
- Fleming J.M., *International Liquidity: Ends and Means*, *International Monetary Fund*, Staff Papers, vol. 8., 1961
- Flor E., *SDR: From Bretton Woods to a world currency*, Peter Lang, Bristol 2019
- Frankel J., *No single currency regime is right for all countries or at all times*, NBER Working Paper 7338, September 1999
- Fratzscher M., Mehl A., *China's Dominance Hypothesis And The Emergence Of A Tri-Polar Global Currency System*, European Central Bank, Frankfurt nad Menem 2011
- Frenkel J.A., *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, Essays in International Finance nr 215, Princeton University, Princeton 1999
- Friedman M., *Kapitalizm i wolność*, Helion ,Gliwice 2017
- Friedman M., *Monetary Economics*, Cambridge Mass, Cambridge 1990
- Froot K.A., Rogoff K., *The EMS, the EMU, and the transition to a common currency*, NBER Working Paper No. 3684, 1991
- Gagnon J., *Global imbalances and foreign asset expansion by developing-economy central banks*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper, Waszyngton 2012
- Galati G., Wooldridge P., *The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?* BIS Working Papers No. 218, 2006.
- Gambacorta L., *Monetary Policy and the Risk-taking Channel*, BIS Quarterly Review, 2009
- Gąsiorowski P., *Międzynarodowy Fundusz Walutowy w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, NBP, Warszawa 2012
- Genberg H., *Currency Internationalisation: Analytical and Policy Issues*, Working Paper, no. 31, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong 2009
- Ghosh A.R., Ostry J. D., *Choosing an Exchange Rate Regime*, Finance & Development,

Vol. 46, No. 4, IMF, Waszyngton 2009

Gosh A.R., Ostry J.D., Tsangarides Ch., *Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System*, Occasional Paper no. 270, IMF, Waszyngton 2010

Ghosh A., Gulde A.M., Wolf H., *Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences*, MIT Press 2003

Ghosh A., Gulde A.M., Wolf H., *Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences*, MIT Press 2003

Giżyński J., Wierzba R. *Spadek znaczenia euro jako waluty międzynarodowej*, Zarządzanie i Finanse R. 16, nr 3, cz. 1, Gdańsk 2018

Goldberg L., Kennedy C., Miu J., *Central bank dollar swap lines and overseas dollar funding costs*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no 429, 2010

Gruszecki T., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna Rys historyczny i praktyka gospodarcza*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004

Gruszecki T., *Juan wychodzi z cienia, wchodzi do koszyka SDR*, Obserwator Finansowy, Warszawa 2016

Grzybek D., *Rosnąca współzależność Geneza rządzenia światowego*, Instytut Spraw Publicznych UJ, Kraków 2019

Hallak I., *IMF Special Drawing Rights Allocations For Global Economic Recovery*, Briefing – European Parliament, EPRS, 2022

Hartmann P., *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge University Press, Cambridge. Hong Kong. The Premier Offshore Renminbi Business Centre, Hong Kong 2015

Hassatou Diop N'Sele, Acting Vice-President for Finance and CFO, *Leveraging the power of Special Drawing Rights: how developed countries can help boost Africa's development.*, African Development Bank Group, 2022

Hawtrey R. G., *The Gold Standard in Theory and Practice*, London Longmans, Green; 5th edition, Londyn 1947

Hayek F.A., *Choice in currency. A way to stop inflation*, Hobart Paper, IEA, London 1976

Hayek F.A., *Denationalisation and Money. An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, Institute of Economic Affairs, London 1976

Hayek F.A., *Monetary Nationalism and International Stability*, The Graduate Institute of International Studies, Publication Number 18, Londyn 1937

Hayek F.A., *Pieniądz i kryzysy*, Dzieła wybrane, Tom 1, Instytut Ludwiga von Misesa,

Warszawa 2014

Hesse H., *Is There Still a Rationale for the SDR as a Source of Unconditional Liquidity in the International Monetary System?* [w]: Mussa M., Boughton J.M., Isard P., *The future of SDR in light of changes in the international financial system*, IMF, Waszyngton 1996.

Hoguet G., and Tadesse S., *The role of SDR-denominated securities in official and private portfolios* w: Bank for International Settlements, no. 58, 2009

Huang Y, Wang D., Fan G., *Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications*, Asian Development Bank Institute, Tokyo 2014

International Monetary Fund, *Annual Report On Exchange Restriction*, IMF, Waszyngton 2003

International Monetary Fund, *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, Introductory Article, IMF, Waszyngton 2010

International Monetary Fund, *Considerations on the role of the SDR*, IMF, Waszyngton 2018

International Monetary Fund, *Enhancing International Monetary Stability- A Role for the SDR?*, Washington 2011

International Monetary Fund, *Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues*, IMF, Washington 1999

International Monetary Fund, *Factsheet: Special Drawing Rights (SDRs)*, IMF, Waszyngton 2015

International Monetary Fund, *Guidance note for fund staff on the treatment and use of SDR allocations*, IMF Policy Paper, No. 2021/059, IMF, Waszyngton 2021

International Monetary Fund, *Launches New SDR Basket Including Chinese Renminbi, Determines New Currency Amounts*, IMF, Waszyngton 2016

International Monetary Fund, *Regional Economic Outlook: Europe*, IMF, Washington 2010

International Monetary Fund, *SDR Basket*, IMF, Waszyngton 2016

International Monetary Fund, *SDR Valuation*, IMF, Waszyngton 2022

International Monetary Fund, *Special Drawing Rights (SDRs) Allocations and Holdings for all members as of July 31, 2022*, IMF, Waszyngton 2022

James H., *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods, Chapter 6*, Oxford University Press, Oxford 1996

Janicka M., *Financial Markets And The Challenges Of Sustainable Growth*, Comparative

Economic Research. Central and Eastern Europe, The Journal of University of Lodz, Vo. 19, No 2, Łódź 2016

Janicka M., *Kierunki przepływów kapitałowych we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym* w: *Studia Oeconomica Posnaniensia*, Vol. 5, No 8 *Wyzwania finansów międzynarodowych wobec przebudowy światowego systemu finansowego*, Poznań 2017

Janicka M., *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010

Jurek M., *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011

Kaczmarek T.T., *Nietypowe transakcje w praktyce handlu międzynarodowego*, Difin, Warszawa 2006

Kannan P., *On the welfare benefits of an international currency*, IMF Working Paper No. 07/49, Waszyngton 2007

Kawai, M., *An Asian Currency Unit for Regional Exchange-Rate Policy Coordination*, in D-K. Chung and B. Eichengreen, eds., *Fostering Monetary and Financial Cooperation in East Asia*, World Scientific Publishing Co. Ltd., 2009

Kenen P.B., *The Role of the dollar as an international currency*, Group of Thirty, Occasional Papers, Nowy York 1983

Kenen, P. B., *Reforming the Global Reserve Regime: The Role of the Substitution Account*, Paper presented at the 2010 Bellagio Conference, Stockholm 2010

Keynes J.M., *A Post War Currency Policy*, w: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 25, Oxford University Press, Oksford 1975

Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1956

Kopcke R.W., *Currency Board: Once and Future Monetary Regimes?*, *New England Economic Review*, Londyn 1999 r.

Kosztowniak A., Misztal P., Pszczołka I., Szelałowska A., *Finanse i rozliczenia międzynarodowe*, Wydawnictwo C.H.Beck, Warszawa 2009

Kowalewski P., *Euro a międzynarodowy system walutowy*, Twigger, Warszawa 2001

Krugman R.P., Obstfeld M., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWN, Warszawa 2002

Krugman, R.P., *Will there be a Dollar Crisis?* *Economic Policy*, 2007

Kumaniecki J., *Polski aspekt stosunków radziecko niemieckich w 1922r.*, Muzeum Historii Polski, Warszawa 1990



- Kuziemska-Pawlak K., Mućk J., *Structural current account benchmarks for the European Union countries: cross section exploration*, NBP Working Paper No. 320, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2019
- Landau, J. P., *An International Financial Architecture for the 21st Century: Some Thoughts*, Remarks at the 17th Central Banking Seminar, Bank of Korea, 2009
- Levy Yeyati E., Sturzenegger F., *Monetary and Exchange Rate Policies*, Chapter 64, Handbook of Development Economics, vol.5, 2010
- Ligthart J., Da Silva J.A., *Currency invoicing in international trade: a panel data approach*, Discussion Paper No. 2007-25, Tilburg University, Tilburg 2007
- Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, PWN, Warszawa 2007, s.129-131
- Łoś-Nowak T., *Organizacje w stosunkach międzynarodowych. Istota, mechanizmy działania, zasięg*, Wrocław 2009
- Majchrowska E., *Perspektywa działalności Światowej Organizacji Handlu w obliczu nowych tendencji w handlu światowym – efekty XI Konferencji Ministerialnej WTO*, Krakowskie Studia Międzynarodowe XV, Nr 15, Kraków 2018
- Markiewicz, M., *Internacjonalizacja juana chińskiego w kontekście kryzysu finansowego*, Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica, Łódź 2012
- Marks K., *Kapitał - Krytyka ekonomii politycznej*, Tom I, Księga I, Książka i Wiedza, Warszawa 1951
- McKinnon R.I., *Monetary and Exchange Rates Policies for International Financial Stability: A Proposal*, Journal of Economic Perspectives, Vol.2, No.1, 1988
- McKinnon R.I., *Money in international exchange: the convertible currency system*, Oxford University Press, Oxford 1979
- McKinnon R.I., *The Rules of the Game – International Money and Exchange Rates*, The MIT Press, 1996
- Miklaszewski S., Molendowski E. *Gospodarka światowa w warunkach globalizacji i regionalizacji rynków*, Difin, Warszawa 2009
- Mingqi X., *Central Bank Currency Swaps and Their Implications to the International Financial Reform*, China Quarterly of the International Studies, 2016
- Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002
- Moghadam R., *Reserve Accumulation and International Monetary Stability*, IMF, Waszyngton 2013

- Mohan R., Patra M., Kapur M., *The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go?*, International Monetary Fund Working Paper no. WP/13/224, Washington 2013
- Morawski W., *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*, Trio, Warszawa 2002
- Mundell, R.A., *Financial Crises and the International Monetary System*, Columbia University, Kolumbia 2009
- Mundell R., *The Case for a Managed International Gold System*, Praeger Special Studies, 1982
- Muller K., *The Euro and African Monetary Integration*, Australian National University, 2007
- Mundell R.A., *The International Monetary System and the Case for a World Currency*, Leon Koźmiński Academy of Entrepreneurship and Management (WSPiZ), Warszawa 2003
- NBP, *Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym (MSW)*, Departament Integracji ze Strefą Euro (DISE), Warszawa 2010
- Nowak B., *Unia Gospodarcza i Walutowa UE*, Studia Europejskie, Nr 4/2000, Warszawa 2000
- Nowicka B.K., *Międzynarodowa rola euro III*, DISE, NBP, Warszawa 2011
- Obstfeld M., *The SDR as an International Reserve Asset: What Future? Rapid Response 11/0885*, IGC, California 2011
- Obstfeld, Truman E.M., *The new SDR allocation will benefit all countries*, Waszyngton 2014
- Ocampo J.A., *Building a Better SDR*, Project Syndicate, 2021
- Ocampo J.A., *Rethinking the Special Drawing Right could bolster the IMF's role in the global financial safety net*, IMF, Waszyngton 2019
- Oleksiuk A., Vashchenko M. *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne. Gospodarcze wyzwania XXI wieku*, Key Text, Warszawa 2010
- Ollivaud P., Turner D., *The effect of the global financial crisis on OECD potential output*, OECD Journal, Economic Studies Volume 2014, OECD, Paryż 2015
- Oreżniak L., *Reforma strefy euro po kryzysie finansowym 2007–2009 i jej konsekwencje*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2017

- Ostry J.D., Ghosh A.R., Qureshi M.S., *Duże przepływy kapitału mogą stwarzać ryzyko dla stabilności finansowej* w: Obserwator Finansowy, Warszawa 2017
- Otani A., Shirota T., *The choice of invoice currency in international trade: implication for the internationalization of the yen*, IMES Discussion Paper No. 2003-E-13, Bank of Japan, 2003
- Oziewicz E., Michałowska T. *Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze*, PWE, Warszawa 2013
- Oziewicz E., *Nowa rola Azji w XXI wieku. Perspektywa ekonomiczna*, Gdańskie Studia Azji Wschodniej, Gdańsk 2012
- Oziewicz E., *Nowy Regionalizm Azjatycki z Perspektywy ASEAN*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Nr 13, Wrocław 2008
- Oziewicz E., *Rola Chin we współczesnej globalnej gospodarce*, Gdańskie Studia Azji Wschodniej, Portal Czasopism Naukowych Ejournals.eu, Gdańsk 2015
- Papaioannou E., Portes R., *Costs and benefits of running an international currency*, European Economy Economic Papers 348, European Commission, Bruksela 2008
- Papaioannou E., Portes R., Siourounis G., *Optimal currency shares in international reserves: the impact of the euro and the prospects for the dollar*, NBER Working Paper 12333, 2006
- Park D., Estrada G.B., *Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination*, Asian Development Bank, No. 170, August 2009
- Pasternak-Malicka M., *Pozytywne i negatywne konsekwencje szarej strefy postrzeganej jako „zręczność podatkowa” podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych*, Polityki europejskie, finanse i marketing Nr 24 (73), Warszawa 2000
- Perry M., *SDRs = Unit of Account for Suez Canal*, American Enterprise Institute, Waszyngton 2009.
- Pforr T., Pape F., Murau S., *Special Drawing Rights and Elasticity In The International Monetary System*, Institute for New Economic Thinking, Nowy Jork 2022
- Piaszczyński W., *Anatomia pieniądza Script*, Warszawa 2004
- Polański Z., *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982-1993. Przemiana ustrojowa*, PWN, Warszawa 1995
- Pollard P.S., *The creation of the euro and the role of the dollar in international markets*, The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 83, No. 5, September/October 2001
- Portes R., Rey H., *The emergence of the euro as an international currency*, NBER Working Paper 6424, 1998

- Pszczółka I., *Współczesne waluty międzynarodowe*, CeDeWu, Warszawa 2011
- Pszczółka I., *Znaczenie Specjalnych Praw Ciągnięcia (SDR) w Międzynarodowym Systemie Walutowym* [w]: Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 174, Wrocław 2011
- Pszczółka I., *Znaczenie zmian struktury koszyka walutowego specjalnych praw ciągnięcia dla ich pozycji w międzynarodowym systemie monetarnym*, Studia i Prace WNEIZ US nr 50/2, Szczecin 2017
- Pullmann R., *Fund UN with SDRs*, Global Challenges Foundation, Sztokholm 2018
- PWN, *Słownik języka polskiego*, PWN, Warszawa 1997-2022
- Radzikowski M., *Kryzys argentyński. Wnioski dla Polski*, C.H. Beck, Warszawa 2004
- Rahn R.W., MacQueen B.R., Rogers M.L., *Digital money and its impact on gold. Technical, legal and economic issues*, Research Study No. 24, World Gold Council, 2000.
- Ricardo D., *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlowej, Warszawa 1929
- Rogoff K., *Why not a global currency?* American Economic Review, Vol. 91 (2), 2001
- Rogoff K., *Why not a single currency?*, AEA Papers and Proceedings, American Economic Review, Vol.91, No.2, 2001.
- Romeuf J., *Dictionnaire des sciences économiques t.2* Armand Colin, Paryż 19584
- Rymarczyk J., *Biznes międzynarodowy*, PWE, Warszawa 2012
- Rymarczyk J., *Finanse biznesu międzynarodowego*, WSB, Poznań 2017
- Rymarczyk J., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2010
- Samuelson P.A., Nordhaus W.D. *Ekonomia, t. 2*, PWN, Warszawa 2004
- Samuelson, P.A., *Interview*, in The Atlantic Magazine, 2009
- Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, Cryptography Mailing List, 2019
- Schaal P., *Pieniądz i polityka pieniężna*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996
- Schneider F., Buehn A., Montenegro C.E., *Shadow Economies All over the World. New Estimates for 162 Countries from 1999 to 2007*, Policy Research Working Paper 5356,

The World Bank Development Research Group, Poverty and Inequality Team & Europe and Central Asia Region, Human Development Economics Unit, 2010

Schumpeter J., *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960

Sen A., *Development as Freedom*, Oxford University Press, New Delhi 2000

Sharipzhan M., *Putin proposes new common currency among former Soviet states to replace the dollar*, w: Business Insider, Londyn 2015

Skidelsky R., *Keynes, Globalisation and the Bretton Woods Institutions in the Light of Changing Ideas about Markets*, World Economics, Vol. 6, No. 1, January–March 2005

Skopiec D. A., *Rola specjalnych praw ciągnięcia we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym*, Gospodarka Narodowa, Warszawa 2015

Skopiec D. A., *Znaczenie porozumień swapowych banków centralnych w tworzeniu oficjalnej płynności międzynarodowej*, International Business and Global Economy, no. 35/2, 2016

Solman P., Steil B., *Keynes and Money: A Man Obsessed?*, PBS News Hour, 2013

Spahn H.P., *From Gold to Euro – On Monetary Theory and the History of Currency Systems*, Springer-Verlag, Berlin 2001

Staszczak D.E., *Global instability of currencies: reasons and perspectives according to the state-corporation hegemonic stability theory*, Brazilian Journal of Political, 35 (1) 2015

Swiston A., *Official Dollarization as a Monetary Regime: Its Effects on El Salvador*, International Monetary Fund, 2011

Szpunar P., *Skąd się biorą ujemne realne stopy procentowe ?*, w: „Obserwator finansowy”, Warszawa 2001

Tavlas G.S., *On the international use of currencies: the case of the deutsche mark*, IMF Working Paper No. 90/3, Waszyngton 1990

Tavlas G.S., Ozeki Y., *The Japanese yen as international currency*, IMF Working Paper 91/2, January 1991

Taylor E., *Druga inflacja polska. Przyczyny, przebieg i środki zaradcze*, PWN, Warszawa 1926

Temperton P., *Euro wspólna waluta*, Felberg SJA, Warszawa 2001

Thimann, C., *Global roles of currencies*, ECB Working Papers No. 1031, 2009

Trejos A., Wright R., *Search-Theoretic Models of International Currency*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 1996. Ware D., *The IMF and gold revised*

edition, Research Study 26, World Gold Council, 2001

Truman, E., and A. Wong, *The Case for an International Reserve Diversification Standard*, Peterson Institute for International Economics Working Paper 06-2, 2006

Twarowska K., *The role of the exchange rate policy in the Latvian economy*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 48/2, 2014

Tymoczko I., *Analiza porównawcza systemów kursu walutowego*, Materiały i studia, Zeszyt nr 287, NBP, Warszawa 2013

Ussher L.J., *Global Imbalances and the Key Currency Regime: The Case for a Commodity Reserve Currency*, Review of Political Economy volume 21, No 3., Taylor and Francis Group, Routledge, London 2009

Viceira L.M., Gimeno R., *The euro as a reserve currency for global investors*, Documentos de Trabajo No. 1014, Banco De Espana, 2010

Wijnholds, O., *The International Financial Architecture: Yesterday, Today, and Tomorrow*, Lecture delivered at the CEPR/ESI 13th Annual Conference on Financial Supervision in an Uncertain World, Wenecja 2009

Williams J.H., *Currency stabilization: the Keynes and White Plan*, Foreign Affairs, USA 1943

Williamson J., *Policy Brief: Drawing Rights*, The Peterson Institute for International Economics, Waszyngton 2009 2. IMF, *Factsheet: Special Drawing Rights (SDRs)*, IMF, Waszyngton 2015.

Williamson J., *On the System in Bretton Woods*, American Economic Association Papers and Proceedings, American Economic Review, 1985

Xiaochuan Z., *Reform the International Monetary System*, BIS Review no. 41/2009, Bank for International Settlements, Bazylea 2009

Yagci F., *Choice of Exchange Rate Regimes for developing Countries*, Africa Region Working Paper Series No.16, 2001

Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, PWN, Warszawa 1999

Zadora H., Zieliński T., *Pieniądz współczesny a kryzysy finansowe*, Difin, Warszawa 2012

Zhang L., Tao K., *The Benefits and Costs of Renminbi Internationalization*, ADBI Working Paper Series, Tokio 2014

Zhou, X., *Reform of the International Monetary System*, Speech PBC, 2009

Żuchowska D., *Ewolucja współczesnego międzynarodowego systemu walutowego* –

*integracja czy dezintegracja?*, kwartalnik „Ekonomia i Prawo”, Tom X, nr 3/2012,  
kwartalnik „Ekonomia i Prawo” 2012

Żukowski P., Euro - Wspólny pieniądz europejski, CeDeWu, Warszawa 1999

## Spis Tabel

- Tabela 1. Zestawienie poglądów F.A. Hayeka i J.M. Keynesa na kwestię waluty globalnej.
- Tabela 2. Funkcje pieniądza międzynarodowego.
- Tabela 3. Obieg dolara amerykańskiego za granicą Stanów Zjednoczonych i ogółem, w mld USD.
- Tabela 4. Pozagiełdowy obrót instrumentami związanymi z walutami zagranicznymi, 1989-1998, w mld USD.
- Tabela 5. Pozagiełdowy obrót transakcyjny w walutach obcych, lata 2001-2019, w mld USD.
- Tabela 6. Pozycja walut światowych w obrocie zagranicznymi walutami w kwietniu 1995 roku.
- Tabela 7. Okresy inflacji i deflacji w XIX-wiecznym systemie waluty złotej.
- Tabela 8. Klasyfikacja mechanizmów kursowych.
- Tabela 9. Zmiany w oficjalnych rezerwach walutowych.
- Tabela 10. Największe fundusze majątkowe.
- Tabela 11. Przydziały i udziały w Specjalnych Prawach Ciągnięcia dla wszystkich członków na dzień 31 lipca 2022 r.
- Tabela 12. Zmiana udziału walut w koszyku SDR w latach 1981-2022 (%).
- Tabela 13. Wartości emisji SDR dla poszczególnych krajów, przekraczające sumę 1 mld SDR.
- Tabela 14. Wartość SDR wyrażona w dolarze amerykańskim oraz wartość dolara amerykańskiego wyrażona w SDR.
- Tabela 15. Wielkość emisji SDR przez MFW.
- Tabela 16. Koszyk SDR, gdyby tworzyły go waluty krajów BRICS.
- Tabela 17. Różnice pomiędzy Specjalnymi Prawami Ciągnięcia a kryptowalutami.
- Tabela 18. Koncepcje działań mających na celu zmniejszenie popytu i dywersyfikację podaży rezerw na rzecz stabilności MFW.



## Spis Wykresów

- Wykres 1. Ilość kryptowalut na świecie w okresie 04/2013-07/2022.
- Wykres 2. Udziały wybranych walut w transakcjach pozagiełdowych w latach 1989-1998.
- Wykres 3. Udziały wybranych walut w transakcjach pozagiełdowych w latach 2001-2019.
- Wykres 4. Procentowy udział dolara i euro na międzynarodowych rynkach finansowych w poszczególnych typach transakcji w 2020r.
- Wykres 5. Historyczne stopy inflacji Wielkiej Brytanii i USA 1914r.-1944r.
- Wykres 6. Historyczne stopy inflacji Wielkiej Brytanii i USA i Niemiec 1944r.-1970r.
- Wykres 7. Saldo bilansu płatniczego w 2021 roku w USD, najwyższe nadwyżki.
- Wykres 8. Saldo bilansu płatniczego w 2021 roku w USD, najwyższe salda ujemne.
- Wykres 9. Udział podmiotów amerykańskich i innych krajów na rynku papierów dłużnych Stanów Zjednoczonych.
- Wykres 10. Wysokość rezerw dewizowych w mld USD.
- Wykres 11. Rodzaje kursów walutowych w latach 1975-2020.
- Wykres 12. Funkcje, jakie SDR musiałyby pełnić, jako waluta międzynarodowa.

## Spis Stron Internetowych

<https://au.int/en/ea/epr/aufi>

<https://coinmarketcap.com/>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/special-drawing-rights-sdr/>

<https://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363&slId=1481580274211>

<https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=BR>

<https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=RU>

<https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=IN>

<https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=CN>

<https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=ZA>

<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/4917/umfrage/inflationsrate-in-deutschland-seit-1948/>

[https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/enlargement-euro-area/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/euro/enlargement-euro-area/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en)

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0241&from=EN>

[http://publications.europa.eu/resource/cellar/b6846f6b-d87f-11ea-adf7-](http://publications.europa.eu/resource/cellar/b6846f6b-d87f-11ea-adf7-01aa75ed71a1.0018.02/DOC_1)

[01aa75ed71a1.0018.02/DOC\\_1](http://publications.europa.eu/resource/cellar/b6846f6b-d87f-11ea-adf7-01aa75ed71a1.0018.02/DOC_1)

<https://sjp.pwn.pl/slowniki/scenariusz.html>

<https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.3>

<https://tradingeconomics.com/united-kingdom/government->

[budget#:~:text=Government%20Budget%20in%20the%20United,percent%20of%20GDP%20in%202020](https://tradingeconomics.com/united-kingdom/government-budget#:~:text=Government%20Budget%20in%20the%20United,percent%20of%20GDP%20in%202020)

<https://worldpopulationreview.com/countries>

<https://www.abf.gov.au/free-trade-agreements/files/forum-island-reference-handbook.pdf>

<https://www.amf.org.ae/en>

<https://www.asean.org/wp-content/uploads/2012/10/17902.pdf>

<https://www.bea.gov/data/intl-trade-investment/international-transactions>

<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap58h.pdf>

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-15/imf-raises-yuan-s-weighting-in-sdr-currency-basket-pboc-says>

<https://www.bnm.gov.my/>

<https://www.cia.gov/the-world-factbook/field/current-account-balance/country-comparison>

<http://www.cisstat.com/eng/cis.htm>

<https://www.cvce.eu/en/education/unit-content/-/unit/d1cfaf4d-8b5c-4334-ac1d-0438f4a0d617/5977e199-4004-4b78-bafe-7188a0fd72a6>

<https://www.esm.europa.eu/system/files/document/dp16.pdf>

[https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/euro\\_outside\\_europe.pl.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/euro_outside_europe.pl.html)

[https://www.europarl.europa.eu/workingpapers/econ/101/chap1\\_en.htm#:~:text=An%20international%20currency%20is%20one,and%20as%20store%20of%20value](https://www.europarl.europa.eu/workingpapers/econ/101/chap1_en.htm#:~:text=An%20international%20currency%20is%20one,and%20as%20store%20of%20value)

[https://www.federalreserve.gov/paymentsystems/coin\\_currircvalue.htm](https://www.federalreserve.gov/paymentsystems/coin_currircvalue.htm)

<https://www.icbcstandardresources.com/icbc/en/newsupdates/icbc%20news/ICBCUnderwritestheWorldsFirstSDRdenominat>

<https://www.imf.org/en/About/senior-officials>

<https://www.investopedia.com/>

<https://www.marketwatch.com/story/heres-who-owns-a-record-2121-trillion-of-us-debt-2018-08-21,2018>

<https://www.mercosur.int/en/>

<https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/duze-przeplywy-kapitalu-mogastwarzac-ryzyko-dla-stabilnosci-makroekonomicznej/>

<https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/linie-swap-dobre-rozwiazanie-na-zleczasy/>

<https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/skad-sie-biora-ujemne-realne-stopy-procentowe/>

<https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/systemy-kursowe-w-krajach-wschodzacych-perspektywa-historyczna/>

<https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/yuan-wychodzi-z-cienia-wchodzi-do-koszyka-sdr/>

<https://www.officialdata.org/uk/inflation/1900>

<https://www.project-syndicate.org/commentary/new-sdr-allocation-calls-for-two-reforms-by-jose-antonio-ocampo-2021-03>

<https://www.rateinflation.com>

<https://www.statista.com/statistics/276617/sovereign-wealth-funds-worldwide-based-on-assets-under-management/>

<https://www.thehindu.com/opinion/editorial/currency-caution-the-hindu-editorial-on-the-indian-rupees-depreciation/article65671013.ece#:~:text=The%20Indian%20rupee%20is%20experiencing,dollar%20mark%20earlier%20this%20week>

<https://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/>