

**Joanna Bogołębska**

Uniwersytet Łódzki

---

## KIERUNKI ZWIĘKSZANIA STABILNOŚCI MIĘDZYNARODOWEGO SYSTEMU WALUTOWEGO – PROBLEM PODAŻY WALUTY MIĘDZYNARODOWEJ

---

**Streszczenie:** Celem artykułu jest prezentacja alternatywnych koncepcji dostarczania podaży waluty międzynarodowej w ramach szerszego procesu transformowania międzynarodowego systemu walutowego. W toku obszernej dyskusji teoretycznej wyłoniły się dwa przeciwstawne poglądy – stworzenia prawdziwie wielodewizowego systemu, z wieloma walutami pełniącymi funkcję waluty międzynarodowej, oraz stworzenia systemu globalnego z elementami ponadnarodowymi. Analiza zmierza do wykazania podstawowych zalet i wad proponowanych rozwiązań, przy czym nie można jednoznacznie stwierdzić, które jest optymalne z punktu widzenia stabilności międzynarodowego systemu walutowego.

**Słowa kluczowe:** stabilność międzynarodowego systemu walutowego, podaż waluty międzynarodowej, system wielodewizowy, SDR-y, waluta globalna.

### 1. Potencjalne obszary reformy międzynarodowego systemu walutowego

Wśród przyczyn ostatniego globalnego kryzysu finansowego wyodrębnia się czynnik związany z funkcjonowaniem współczesnego międzynarodowego systemu walutowego (msw), przy czym zakres oddziaływania tego czynnika nie jest postrzegany jednoznacznie. Zgodnie z jednym skrajnym podejściem, kryzysogenność msw wynika z jego wadliwej konstrukcji, opartej na monowalutowej strukturze płynności międzynarodowej. Punktem wyjścia jest zatem uznanie, że msw oparty na walucie emitowanej przez jeden kraj z założenia musi stanowić ryzyko systemowe (*systemic risk*) dla gospodarki światowej<sup>1</sup>. Poglądowi temu przeciwstawia się drugi skrajny pogląd,

---

<sup>1</sup> Popularne stało się uznanie, że mamy obecnie do czynienia ze współczesnym paradoksem Triffina, co w oczywisty sposób nawiązuje do paradoksu Triffina opisującego wadę konstrukcyjną systemu walutowego z Bretton Woods. Jest to sytuacja, gdy emitent waluty rezerwowej jest zmuszony do posiadania deficytu fiskalnego i płatniczego, aby sprostać rosnącemu popytowi gospodarki światowej na aktywa rezerwowe przy jednoczesnym braku symetrycznych mechanizmów dostosowawczych. Inaczej ujmując, paradoks ten polega na niemożności jednoczesnego utrzymania płynności międzynarodowej i zaufania do waluty rezerwowej.

zgodnie z którym kryzys finansowy wynikał głównie z niewystarczającej regulacji, brak jest dowodów na generowanie kryzysu przez poszczególne elementy msw.

Próbując wypośrodkować oba skrajne spojrzenia, nie sposób zaprzeczyć, że podstawowy problem współczesnego msw wynika z niedostatecznego dostępu do waluty międzynarodowej, co w przypadku szoku zewnętrznego (jakim był kryzys płynnościowy w systemie bankowym) może zwiększać zmienność przepływów kapitałowych i zaburzać gładkie funkcjonowanie msw.

Szeroko zakrojona w literaturze akademickiej oraz pracach instytucji analizujących stabilność globalnego środowiska finansowego (MFW, BIS, EBC) debata na temat zasadności wzmacniania stabilności msw wyodrębnia kilka obszarów wymagających modyfikacji (w ramach istniejącego msw) lub gruntownej jego przebudowy.

**Tabela 1.** W kierunku bardziej stabilnego międzynarodowego systemu walutowego – obszary reformy i alternatywne rozwiązania

Obszary modyfikacji	Alternatywne rozwiązania	Dotychczasowy postęp	Potencjalne zastosowanie
1. Podaż waluty międzynarodowej	– konkurencja między walutami = wielowalutowy msw	+	++
	– waluta koszykowa = msw oparty na SDR	=	?
	– ponadnarodowy pieniądz papierowy = msw oparty na walucie typu <i>bancor</i>	–	–
2. Przejrzystość popytu na waluty międzynarodowe	– globalna sieć bezpieczeństwa finansowego	+	+
	– większe zaangażowanie MFW w sprawy dot. rachunku kapitałowego	=	+
3. Nadzór nad msw	– nacisk na powiązania między krajami (MFW, G20, współpraca regionalna)	+	++
	– przyjęcie wartości progowych dla rachunku obrotów bieżących	+	?
	– osłabienie popytu na rezerwy niewynikającego z motywu przejrzystościowego	–	?
	– wzmocnienie nadzoru finansowego	+	++
	– zwiększenie nadzoru nad głównymi uczestnikami msw*	–	?
4. Dyscyplina rynkowa	– rozwój rynków finansowych w krajach <i>emerging markets</i>	+	+++
	– ponowna wycena ryzyka kraju		

\* Rozumianymi jako te kraje, które w największym stopniu zgłaszają popyt na płynność międzynarodową, jak i tworzą jej podaż.

Źródło: E. Dorrucchi, J. McKay, *The international monetary system after the financial crisis*, ECB Occasional Paper Series, no. 123/2011.

Celem prezentowanych w dalszej części rozważań jest przyjrzenie się alternatywnym sposobom wzmacniania stabilności msw w obszarze waluty międzynarodowej, w ujęciu podażowym.

Zwolennicy tezy o roli czynnika waluty międzynarodowej w destabilizowaniu msw uznają, że muszą zostać podjęte równoległe działania, które:

- od strony popytowej – doprowadziłyby do zmniejszenia tempa akumulacji rezerw walutowych, które ze względu na swoją skalę i koncentrację uznane zostało za negatywne zjawisko z punktu widzenia stabilności gospodarki światowej,
- od strony podażowej – doprowadziłyby do innych źródeł kreacji waluty rezerwowej (oraz szerzej, międzynarodowej), co pozwoliłoby przełamać „monopol naturalny” USD. Stopień dotychczasowej dywersyfikacji walut rezerwowych uznaje się za niewystarczający, zwłaszcza wobec tempa akumulacji aktywów rezerwowych.

## 2. Alternatywne rozwiązania dotyczące podaży waluty rezerwowej

Analiza pojawiających się w literaturze koncepcji zmodyfikowania współczesnego msw w zakresie podaży waluty międzynarodowej pokazuje wyłaniające się dwa przeciwstawne stanowiska:

- pierwsze stanowisko rekomenduje przejście w kierunku prawdziwie wielodewizowego systemu, z wieloma walutami odgrywającymi rolę walut międzynarodowych;
- drugie stanowisko forsuje rozwiązania zmierzające do stworzenia globalnego systemu walutowego z elementami ponadnarodowości. Są tutaj dwie możliwości: oparcie się na SDR-ach i promowanie procesu ich internacjonalizacji lub wykreowanie ponadnarodowego pieniądza papierowego.

Rozwiązania te różnią się takimi aspektami, jak: stabilność, efektywność, polityczna akceptowalność, łatwość implementacji, symetryczność. Wymagają one zsynchronizowanej zmiany w polityce wiodących banków centralnych oraz różnego stopnia koordynacji polityk makroekonomicznych<sup>2</sup>.

### 2.1. Koncepcja prawdziwie wielodewizowego systemu walutowego

Za takim rozwiązaniem przemawia regionalizm walutowy i wzrastająca siła ekonomiczna wiodących bloków gospodarczych (strefa USD, strefa euro, formalne lub nieformalne strefy walutowe w Azji)<sup>3</sup>. Podstawową korzyścią takiego rozwiązania dla msw byłoby bardziej równomierne alokowanie międzynarodowych inwestycji, przez co udałoby się uniknąć zniekształceń w układzie stóp procentowych. Inna

<sup>2</sup> I. Mateos y Lago, R. Duttgupta, R. Goyal, *The debate on the international monetary system*, IMF Staff Position Note, nov/2009.

<sup>3</sup> R. Moghadam, *Reserve accumulation and international monetary stability*, IMF, 2010.

korzyść wynikałaby z większej dyscypliny dla emitenta waluty rezerwowej, na skutek:

- dystrybuowania korzyści znanej jako *exorbitant privilege*<sup>4</sup>, aktualnie odnoszonej przez USA, do większej liczby krajów. *Exorbitant privilege* pozwala krajowi na większą swobodę prowadzenia polityki makroekonomicznej dzięki większej płynności rynków i zdolności do zadłużania się za granicą we własnej walucie. Obniża to koszt zadłużenia zagranicznego, w sytuacji deprecjacji waluty krajowej (w wyniku denominowania pasywów zagranicznych we własnej walucie) staje się dla kraju *capital gain*<sup>5</sup>. Innym źródłem *exorbitant privilege* jest możliwość przerzucania ciężaru dostosowawczego na inne (deficytowe, niebędące emitentami waluty rezerwowej) kraje. Rezultatem przełamania monopolu USD byłoby, zgodnie z hipotezą *exorbitant privilege*, obniżenie możliwości powstawania globalnych nierównowag płatniczych;
- urzeczywistnienia się koncepcji globalizacji finansowej, poprzez zwiększenie substytucyjności aktywów rezerwowych. Dotychczas zaznaczająca się koncentracja walutowa aktywów rezerwowych zniekształca globalne przepływy kapitałowe (w kierunku „centrum”), obniżając korzyści z liberalizacji rachunku kapitałowego. Koncentracja taka powoduje także niepewność rynkową (ryzyko gwałtownej dywersyfikacji aktywów rezerwowych, prowadzącej do deprecjacji waluty kluczowej).

Jednocześnie podkreśla się ryzyko związane z przejściem do prawdziwie wielodewizowego systemu, jakim jest wywołanie okresów większej zmienności kursów walutowych i cen aktywów, wynikające z dostosowań w strukturze walutowej rezerw, portfeli podmiotów prywatnych i międzynarodowych płatności. Koordynacja polityk wśród krajów emitujących waluty pretendujące do internacjonalizacji może się stać koniecznym warunkiem powstrzymania nadmiernej zmienności kursów walutowych.

Konsekwencją powyższego jest akcentowanie znaczenia:

- stopniowego i płynnego dochodzenia do prawdziwie wielodewizowego systemu walutowego,
- poddania całego procesu transformacji msw działaniom autonomicznym, niezależnych decyzji sektora prywatnego i oficjalnego, bez odgórnego sterowania<sup>6</sup>.

Rola MFW powinna się ograniczać do tworzenia warunków do stopniowego wyłaniania się wielobiegunowego systemu, w szczególności nadzorowania procesu stopniowego dywersyfikowania rezerw. Wykorzystując informacje na temat kompo-

<sup>4</sup> Co można przetłumaczyć jako „nadzwyczajny przywilej”. Terminu tego użył jako pierwszy V. Giscard d’Estaing w latach 60., a następnie spopularyzował Ch. de Gaulle, w odniesieniu do szczególnej pozycji USA w systemie walutowym z Bretton Woods. Przywilej ten polega na możliwości finansowania deficytu płatniczego emisją pieniądza krajowego.

<sup>5</sup> Kilkuletni okres stopniowej deprecjacji USD przełożył się na *capital gain* rzędu 1 trylionu USD.

<sup>6</sup> E. Dorrucci, J. McKay, wyd. cyt.

zycji walutowej rezerw poszczególnych krajów, MFW mógłby nadzorować tempo dywersyfikacji<sup>7</sup>. E. Truman i A. Wong proponują utworzenie w tym celu Standardu Międzynarodowej Dywersyfikacji Rezerw (*International Reserve Diversification Standard*), składającego się z dwóch elementów:

- bieżącej sprawozdawczości dotyczącej struktury walutowej utrzymywanych rezerw;
- zobowiązania krajów posiadających rezerwy do stopniowego dostosowywania ich struktury walutowej do ustanawianych limitów<sup>8</sup>.

Obserwując obecne uwarunkowania emitentów walut, które mogłyby substytuować USD w roli waluty międzynarodowej, można zobaczyć, że gradualizm procesu jest nieunikniony. Przemawiają za tym także efekt inercji i *network externalities*<sup>9</sup> – oddziałujące na korzyść USD. Proces internacjonalizowania euro najprawdopodobniej będzie stopniowy, za czym przemawiają:

- skoncentrowanie bieżących wysiłków w UGiW na reformowaniu polityki fiskalnej, w tym wzmacnianiu nadzoru nad polityką budżetową, w wyniku doświadczeń z kryzysem fiskalnym 2010–2011;

- potrzeba zredukowania fragmentaryzacji rynków kapitałowych w ramach UGiW. Dodatkowym czynnikiem osłabiającym substytucyjność euro wobec USD jest mniejsza płynność europejskich rynków finansowych.

W przypadku renminbi proces stopniowej internacjonalizacji uzależniony jest od wprowadzenia wymienialności w zakresie operacji na rachunku kapitałowym oraz uelastyczniania kursu walutowego, a także rozwoju krajowego rynku finansowego i prowadzenia polityki gospodarczej ukierunkowanej na dalszy wzrost gospodarczy. W początkowym okresie istotną rolę mogą odegrać inicjatywy rządowe promujące internacjonalizację waluty (przykładem jest inicjatywa promująca dokonywanie płatności w handlu międzynarodowym we własnej walucie).

Wśród głównych czynników osłabiających rolę jena jako waluty międzynarodowej są niskie rentowności papierów wartościowych, silna tradycja preferowania krajowych inwestorów w obrocie instrumentami dłużnymi skarbowymi oraz wysoki poziom długu publicznego w relacji do PKB<sup>10</sup>.

Dla USD za kluczowy czynnik determinujący przyszłą rolę waluty w systemie wielowalutowym należy uznać wiarygodność polityki wewnętrznej.

W kontekście transformacji systemu walutowego w kierunku wielowalutowego próbuje się także podnieść ewentualną rolę złota. R. Zoellick proponuje rozważenie

<sup>7</sup> R. Moghadam, wyd. cyt.

<sup>8</sup> E. Truman, A. Wong, *The case for an International Reserve Diversification Standard*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper, no. 6/2006.

<sup>9</sup> Jest to efekt sieci w międzynarodowym wykorzystaniu walut. Wynika z faktu, że użyteczność pieniądza rośnie wraz ze wzrostem liczby jego użytkowników oraz skalą transakcji, w których jest wykorzystywany. Za: *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, NBP, 2009.

<sup>10</sup> R. Cooper, *The future of the dollar*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, September 2009.

złota jako międzynarodowej wartości referencyjnej dla oczekiwań inflacyjnych, deflacyjnych i kursowych. Nie oznaczałoby to żadnej formalnej roli złota w kontekście funkcji waluty międzynarodowej, jednak w okresie przejściowym, kiedy msw ewoluowałby w kierunku prawdziwego systemu wielodewizowego, złoto mogłoby być alternatywnym miernikiem wartości<sup>11</sup>.

## 2.2. Koncepcja systemu globalnego

### 2.2.1. System oparty na SDR-ach

Koncepcja ta opiera się na jednoczesnym wykorzystaniu zalet waluty koszykowej i efektu *network externalities*, jaki wiąże się z używaniem jednej waluty w msw. Orędownikiem jest niewątpliwie gubernator Banku Narodowego Chin<sup>12</sup>. Zdaniem zwolenników tej koncepcji zaletami takiego rozwiązania dla stabilności msw byłyby:

- Bardziej stabilna wartość waluty jako miernika wartości i jednostki obrachunkowej niż w przypadku indywidualnych walut. Stabilizacyjne oddziaływanie SDR-ów miałyby jednocześnie dyscyplinujący wpływ na kraje emitujące waluty wchodzące do koszyka<sup>13</sup>.
- Większa zdolność msw do radzenia sobie ze zmiennością kursów walutowych.
- Zmniejszone prawdopodobieństwo dostosowań kursowych w przypadku walut, które miałyby usztywniony kurs walutowy w stosunku do SDR w porównaniu z usztywnieniem w stosunku do walut narodowych (głównie USD). Można to szerzej interpretować jako ułatwienie procesu globalnych dostosowań (w przypadku krajów nadwyżkowych o ustalonym kursie stałym wobec SDR-ów automatyczne włączenie w globalne procesy dostosowawcze byłoby wynikiem deprecjacji walut krajów deficytowych, wchodzących w skład koszyka),
- Umożliwienie podejmowania decyzji cenowych odnośnie do aktywów o większym poziomie ryzyka opartych na globalnych warunkach monetarnych, a nie warunkach monetarnych konkretnego kraju<sup>14</sup>.
- Wzmocnienie integracji finansowej. Poprzez zmianę popytu w kierunku instrumentów denominowanych w SDR-ach korzyści skali doprowadziłyby do ujednoczenia stóp procentowych w krajach o tym samym poziomie ryzyka kredytowego, emitujących walory denominowane w SDR-ach. Jednocześnie zwiększona substytucyjność między aktywami wzmocniłaby dyscyplinę rynkową.

<sup>11</sup> R. Zoellick, *The G20 must look beyond bretton Woods II*, "Financial Times", 7.11.2010.

<sup>12</sup> Por. X. Zhou, *Reform of the International Monetary System*, People's Bank of China, [www.china.org.cn/business/news/2009-03/24/content\\_17490662.htm](http://www.china.org.cn/business/news/2009-03/24/content_17490662.htm), 2009.

<sup>13</sup> Relatywne wagi poszczególnych walut wchodzących w skład koszyka dostosowują się automatycznie do ruchów kursowych, stanowiąc mechanizm dyscyplinujący emitentów waluty (nadmierna emisja waluty krajowej, prowadząca do deprecjacji kursu, znajdzie swoje odzwierciedlenie w wadze koszyka SDR).

<sup>14</sup> Za: E. Dorrucchi, J. McKay, wyd. cyt.

Dodatkowa korzyść wynikałaby z faktu dystrybuowania *exorbitant privilege* do krajów, których waluty wchodzą w skład koszyka SDR-ów. Efekt ten szybciej i na szerszą skalę mógłby się zmaterializować niż w przypadku systemu opartego na podaży wielu walut międzynarodowych, w którym bariera korzyści skali staje się istotnym uwarunkowaniem<sup>15</sup>.

Oczywiście procesowi transformowania msw w kierunku systemu opartego na SDR-ach musiałoby towarzyszyć zwiększanie płynności SDR-ów, nie tylko poprzez dodatkowe alokacje waluty, lecz głównie poprzez rozwój prywatnego rynku SDR-ów. W tym celu niezbędne byłoby promowanie prywatnych emisji w SDR-ach oraz promowanie waluty w pozostałych funkcjach waluty międzynarodowej (np. fakturowania handlu), wyrażania wartości *commodities*, rozwijanie systemów rozliczeń dla instrumentów denominowanych w SDR-ach, wreszcie zwiększenie transparentności dokonywanych rewizji koszyka waluty<sup>16</sup>. Niezbędne byłoby także globalne koordynowanie polityk w okresie transformowania msw.

Metodą przechodzenia do systemu opartego na SDR-ach mogłoby stać się powierzenie przez kraje części rezerw walutowych specjalnemu funduszowi denominowanemu w SDR-ach i zarządzanemu przez MFW. Fundusz taki ułatwiałby pozarynkową wymianę aktywów denominowanych w innych walutach międzynarodowych na SDR<sup>17</sup>. Koncepcja zarządzania procesem internacjonalizowania SDR-ów jest odpowiedzią na obawy związane z nagłą, nieskoordynowaną dywersyfikacją portfela rezerw krajów akumulujących rezerwy (*disorderly diversification*). Należy zauważyć, że propozycja stworzenia rachunku substytucyjnego w MFW była już rozważana w latach 80., kiedy pojawiły się obawy dotyczące wartości USD<sup>18</sup>.

Jak zwracają uwagę E. Dorrucci i J. McKay, koncepcja rachunku substytucyjnego MFW wywołuje wiele pytań:

- czy poza dywersyfikacją rezerw, rozwiązanie takie przyczyni się do stopniowego wyłaniania SDR-ów jako prawdziwej waluty globalnej? Czy SDR-y mogą stać się wiarygodnym aktywem umożliwiającym proces dywersyfikacji rezerw, bez rozwoju rynku prywatnego? Jakie działania byłyby niezbędne do rozwoju rynku prywatnego SDR-ów? Czy doświadczenia związane z funkcjonowaniem prywatnego rynku ECU w latach 80. i wczesnych 90. mogą być jakąś wskazówką?

---

<sup>15</sup> I. Mateos y Lago, R. Dutttagupta, R. Goyal, wyd. cyt.

<sup>16</sup> R. Moghadam, wyd. cyt.

<sup>17</sup> Jak zauważa I. Mateos y Lago i in., problem polega na tym, że jeśli rozmiar na aktywa rezerwowe denominowane w SDR-ach rósłby w szybszym tempie, niż spadałaby podaż aktywów rezerwowych denominowanych w USD, mogłoby to prowadzić do wzrostu stóp procentowych w USA, z konsekwencjami dla dysparytetu stóp procentowych w innych wiodących walutach globalnych i bilateralnych kursów walutowych. Dlatego okres przechodzenia do nowego systemu wymaga dużej ostrożności.

<sup>18</sup> P. Kenen, *The analytics of a substitution account*, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 1981, no. 139.

- czy przyczyniłby się do stopniowego dywersyfikowania struktury walutowej rezerw, czy istnieje ryzyko, że powstanie rachunku doprowadziłoby do gwałtownego załamania zaufania do USD? Czy implementacja propozycji przyczyni się do obniżenia rezerw utrzymywanych w walutach narodowych, czy przeciwnie – wygeneruje *moral hazard* i będzie stymulowała dalszą akumulację rezerw?
- kto powinien ponosić koszt obsługi takiego rachunku, związany z wahaniami kursowymi?<sup>19</sup> Wątpliwość ta odzwierciedla polityczną barierę związaną z tworzeniem msw opartego na podaży waluty emitowanej przez organizację międzynarodową, a nie przez suwerenne państwo. Powstają kolejne pytania: kto podejmowałby decyzje dotyczące emisji i alokacji waluty itd.<sup>20</sup>

E. Dorrucci i J. McKay upatrują podstawową słabość takiego rozwiązania w tym, że autonomiczne decyzje sektora prywatnego i publicznego zostałyby zastąpione odgórnym narzuceniem zasad podaży pieniądza międzynarodowego. Jedną z konsekwencji takiego rozwiązania mogłoby być kontynuowanie polityki akumulacji rezerw, przy jednoczesnym wyeliminowaniu ryzyka kursowego. Istnieje więc obawa, że zamiast wzmocnić stabilność msw, osłabiłoby go. Inną słabością takiego rozwiązania jest obawa, że wzrost podaży SDR-ów mógłby mieć istotne konsekwencje dla polityki monetarnej i niezależności banków centralnych emitujących waluty wchodzące w skład koszyka SDR-ów. Wreszcie, gdyby SDR-y stały się szeroko wykorzystywanym środkiem wymiany, gwałtowny wzrost ich podaży mógłby wygenerować globalne naciski inflacyjne.

### 2.2.2. Ponadnarodowa waluta papierowa

Alternatywą dla internacjonalizacji SDR-ów, w ramach tworzenia prawdziwie globalnego systemu, może być kreacja ponadnarodowej waluty, emitowanej przez ponadnarodowy bank centralny, o płynnym kursie walutowym w stosunku do walut narodowych (funkcjonująca jako waluta paralelna)<sup>21</sup>. Wyłączona spod oddziaływania polityk krajowych, stałaby się globalnym aktywem pozbawionym ryzyka. Aktywa takie byłyby mniej uzależnione od ratingu kredytowego i prognoz inflacyjnych największych gospodarek, a zatem byłyby w mniejszym stopniu poddane wahaniom i uzależnieniu od konkretnych uwarunkowań niż w przypadku systemu opartego na SDR-ach.

Jest to w istocie powrót do koncepcji zaproponowanej przez J. Keynesa w trakcie tworzenia systemu walutowego z Bretton Woods (waluta *bancor*). Propozycja taka wydaje się przewyciężać ograniczenia związane z walutą koszykową, jednak poprzez swój bardziej radykalny charakter wywołuje wiele kontrowersji:

<sup>19</sup> E. Dorrucci, J. McKay, wyd. cyt.

<sup>20</sup> Na bariery natury politycznej zwraca uwagę m.in. R. Cooper, wyd. cyt.

<sup>21</sup> W wersji bardziej ekstremalnej R. Mundell zaproponował kreację globalnej waluty w miejsce walut narodowych. Por. R. Mundell, *Financial crises and the International Monetary System*, Columbia University, 2009, [www.normangirvan.info/wp-content/uploads/2009/03/mundell.pdf](http://www.normangirvan.info/wp-content/uploads/2009/03/mundell.pdf).



- czy kraje byłyby skłonne oddać część swojej suwerenności monetarnej ponadnarodowemu bankowi centralnemu? Czy skłonność ta byłaby identyczna w przypadku krajów dużych i małych;
- jaki okres byłby potrzebny do zrealizowania takiej radykalnej propozycji?

Podstawowa zaleta takiego rozwiązania wynikałaby z narzucenia symetryczności msw, rozumianej jako równoległe uruchamianie procesów dostosowawczych w krajach zarówno deficytowych, jak i nadwyżkowych<sup>22</sup>. Ponadto instytucja emitująca taką walutę mogłaby stać się prawdziwym globalnym pożyczkodawcą ostatniej instancji, mogłaby osłabiać tendencje deflacyjne i rozwiązać problemy finansowania międzynarodowego (np. alokowania płynności międzynarodowej poprzez linie kredytowe).

J. Landau zwraca uwagę, że ponadnarodowa waluta powinna być silna, nie powinna deprecjonować się w stosunku do głównych wiodących walut, co implikuje potrzebę ograniczania jej podaży. Deprecjonująca się waluta globalna traciłaby atrakcyjność jako waluta rezerwowa. Z drugiej strony, gdyby podaż waluty była ograniczana, nie byłaby w stanie zaspokoić globalnego popytu na rezerwy<sup>23</sup>.

Orędownikiem takiego rozwiązania kwestii podaży waluty międzynarodowej jest ONZ<sup>24</sup>.

Podsumowując powyższe rozważania, należy zwrócić uwagę, że – poza akcentowaniem zalet i wad alternatywnych rozwiązań w obszarze podaży waluty międzynarodowej – trudno jednocześnie odpowiedzieć, które z nich jest optymalne z punktu widzenia stabilności międzynarodowego systemu walutowego.

## Literatura

Dorrucci E., McKay J., *The international monetary system after the financial crisis*, ECB Occasional Paper Series, no. 123/2011.

Mateos y Lago I., Duttagupta R., Goyal R., *The Debate on the International Monetary System*, IMF Staff Position Note, nov/2009.

Moghadam R., *Reserve Accumulation and International Monetary Stability*, IMF, 13.04.2010.

---

<sup>22</sup> J. Kregel, *An Alternative Perspective on Global Imbalances and International Reserve Currencies*, Economics Public Policy Brief Archive, Levy Economics Institute, 2010. Proces dostosowawczy byłby nie tylko bardziej symetryczny, lecz także bardziej automatyczny. W sytuacji, gdyby *bancor* funkcjonował jako wspólna waluta (a nie jako waluta paralelna), nierównowagi na rachunkach obrotów bieżących odzwierciedlałyby bardziej czynniki strukturalne niż uwarunkowania monetarne.

<sup>23</sup> J. Landau, *Some thoughts on the international monetary system*, article presented at the G20 Workshop on the Global Economy – causes of the crisis: key lessons, Mubai, 24–26 May 2009.

<sup>24</sup> United Nations, *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, [www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport\\_CoE.pdf](http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf).

---

**WAYS OF ENHANCING THE STABILITY  
OF THE INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM  
– THE PROBLEM OF SUPPLY OF INTERNATIONAL CURRENCIES**

**Summary:** The aim of the article is to present the alternative ways of the supply of the international currency. It is one of the ways for transforming the current international monetary system. There are two possibilities: creating a truly multipolar currency system or a global one with elements of supranationality. The analysis aims at enhancing pros and cons of the proposals. However, it is hard to indicate the optimal solution for the stability of the international monetary system.

**Keywords:** international monetary system stability, international currency supply, multi-currency system, SDRs, global currency.