
Dominik A. SKOPIEC*

Rola specjalnych praw ciągnięcia we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym

Streszczenie: Celem artykułu jest analiza czynników kształtujących zakres wykorzystania specjalnych praw ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR) jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych oraz ocena możliwości oparcia reformy międzynarodowego systemu walutowego na zwiększeniu roli SDR. Analiza przeprowadzona w artykule dowodzi, że zastosowanie SDR jako składnika oficjalnych rezerw walutowych jest znikome i najprawdopodobniej pozostanie marginalne, ze względu na występowanie wielu barier uniemożliwiających uczynienie z nich pieniądza międzynarodowego. Zidentyfikowano dwie grupy barier dla zwiększenia roli SDR w międzynarodowym systemie walutowym: bariery tkwiące w specyfice tych aktywów oraz bariery związane z trendami rozwojowymi międzynarodowego systemu walutowego, z których za najbardziej istotne uznano wzrost znaczenia i międzynarodowego wykorzystania waluty Chin oraz utrzymującą się pozycję dolara amerykańskiego jako dominującej waluty międzynarodowej. W związku z istnieniem tych ograniczeń, w artykule wskazano na brak możliwości oparcia reformy międzynarodowego systemu walutowego na zwiększeniu roli SDR. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę danych statystycznych dotyczących oficjalnych aktywów rezerwowych i międzynarodowego wykorzystania walut krajowych, a także analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

Słowa kluczowe: waluta międzynarodowa, międzynarodowy system walutowy, rezerwy walutowe, rynek finansowy

Kody klasyfikacji JEL: F02, F31, F41, G15, G18

Artykuł nadesłany 11 czerwca 2015 r., zaakceptowany 23 września 2015 r.

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych; e-mail: dskopiec@sgh.waw.pl

Wprowadzenie

Globalny kryzys gospodarczy oraz będące jego konsekwencją decyzje podjęte na szczycie grypy G20 w Londynie w kwietniu 2009 r. spowodowały wzrost zainteresowania specjalnymi prawami ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR) i rolą tej jednostki w międzynarodowym systemie walutowym. Pojawiły się także koncepcje reformy tego systemu zakładające zwiększenie roli SDR. Najdalej idące propozycje przewidują przekształcenie SDR w walutę globalną i prognozowały zastąpienie przez tę jednostkę dolara amerykańskiego w funkcji dominującej waluty międzynarodowej.

Przeprowadzone w 2009 r. alokacje zwiększyły co prawda światowy zasób SDR z 18,9 mld SDR na koniec 2008 r. do 200,7 mld SDR na koniec 2009 r., jednakże nie wpłynęło to w zasadniczy sposób na rolę tych aktywów i zakres ich wykorzystywania w międzynarodowym systemie walutowym. W dalszym ciągu SDR odgrywają marginalną rolę jako składnik oficjalnych aktywów rezerwowych. Nie osiągnięto więc w dalszym ciągu celu określonego w art. XXII statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), zgodnie z którym celem Funduszu i jego członków jest uczynienie z SDR głównego składnika światowych oficjalnych aktywów rezerwowych (*objective of making the special drawing right the principal reserve asset in the international monetary system*) [IMF, 2011, s. 51].

Współczesną gospodarkę światową cechuje przy tym dynamiczna akumulacja rezerw walutowych, prowadzona głównie przez kraje wschodzące i rozwijające się. Dominującą walutą rezerwową pozostaje dolar amerykański, pomimo spadku znaczenia gospodarki amerykańskiej w gospodarce światowej, zapoczątkowanego w Stanach Zjednoczonych globalnego kryzysu finansowego oraz utrzymującego się znacznego deficytu bilansu obrotów bieżących tego kraju. Jednakże wraz z rosnącą pozycją Chin w gospodarce światowej i handlu międzynarodowym wzrasta, aczkolwiek powoli i ze znacznym opóźnieniem, rola waluty tego kraju, oficjalnie noszącej nazwę renminbi. Szczególne znaczenie ma przy tym fakt, że internacjonalizacja renminbi jest procesem kreowanym i kontrolowanym przez państwo oraz wynika z przekonania, że rola Chin w międzynarodowych stosunkach walutowych pozostaje nieadekwatna do pozycji tego kraju w realnej sferze gospodarki światowej.

Zatem wśród czynników ograniczających rolę SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych wyróżnić możemy czynniki wewnętrzne oraz zewnętrzne. Wśród czynników wewnętrznych decydujące znaczenie odgrywają ograniczenia kreacji SDR oraz ograniczenia wykorzystania tej jednostki w odniesieniu do sfery zarówno prywatnej, jak i oficjalnej. Czynniki zewnętrzne obejmują natomiast trendy rozwojowe międzynarodowego systemu walutowego, w szczególności dwa obszary: wzrost międzynarodowego znaczenia i wykorzystywania renminbi oraz utrzymującą się rolę USD jako dominującej waluty międzynarodowej. Ograniczenia te stanowią barierę uniemożliwiającą przekształcenie SDR w walutę międzynarodową, jak i osiągnięcie celu

zawartego w statucie MFW, zgodnie z którym SDR mają stać się głównym składnikiem oficjalnych aktywów rezerwowych.

Rysunek 1. Czynniki ograniczające wykorzystanie SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych



Źródło: opracowanie własne.

Celem artykułu jest analiza czynników determinujących zakres wykorzystania SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych oraz ocena możliwości zwiększenia roli tej jednostki w międzynarodowym systemie walutowym. W artykule przedstawiono aktualny zakres wykorzystania SDR w odniesieniu do funkcji pełnionych przez waluty międzynarodowe. Zaprezentowano także wybrane koncepcje reformy międzynarodowego systemu walutowego, bazujące na zwiększeniu roli tej jednostki. W artykule wskazano na tendencje rozwojowe współczesnego międzynarodowego systemu walutowego, w szczególności wzrost międzynarodowego znaczenia i wykorzystania renminbi oraz utrzymującą się dominującą rolę dolara, jako czynniki stanowiące zewnętrzną barierę dla zwiększenia roli SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych, a więc także uniemożliwiające oparcie reformy międzynarodowego systemu walutowego na SDR. Dane statystyczne wykorzystane w artykule dotyczą zasadniczo okresu po 1996 r., a więc odnoszą się do okresu dynamicznej akumulacji rezerw walutowych w gospodarce światowej.

Istota, struktura i funkcje SDR

SDR stanowią składnik oficjalnych aktywów rezerwowych na podstawie statutu MFW, a więc na mocy obowiązującego prawa międzynarodowego. Główną przesłanką utworzenia SDR był problem kreacji odpowiedniej płynności międzynarodowej w systemie walutowym z Bretton Woods. Ponieważ system oparty był na dolarze, waluta ta pozostawała najważniejszym pieniądzem międzynarodowym. Rozwojowi handlu międzynarodowego oraz

zapotrzebowaniu na rezerwy towarzyszył jednak rosnący popyt na dolary. Aby zaopatrzyć świat w płynność, bez której gospodarka światowa pogrążyłaby się w recesji, konieczny był deficyt bilansu płatniczego Stanów Zjednoczonych. Zjawisko to nosi nazwę dylematu Triffina, gdyż w latach 60. ubiegłego wieku belgijski ekonomista Robert Triffin wysunął tezę, zgodnie z którą Stany Zjednoczone, aby odpowiedzieć na rosnący popyt na pieniądź międzynarodowy i zaopatrzyć świat w płynność międzynarodową musiały utrzymywać deficyt bilansu płatniczego. Podważało to zaufanie do dolara, gdyż coraz większa ilość tej waluty w obiegu stawiała pod znakiem zapytania rzeczywiste pokrycie dolarów w złocie, przy parytecie 35 dolarów za uncję. Odpowiedzią na ten problem było wprowadzenie SDR w 1969 r. jako jednostki monetarnej MFW, służącej uzupełnieniu płynności międzynarodowej i zapobieżeniu kryzysowi międzynarodowego systemu walutowego [Clark, Polak, 2004, s. 51–57].

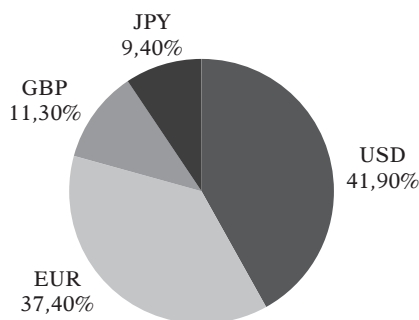
Podstawę prawną emisji i funkcjonowania SDR stanowi statut MFW (*Articles of Agreement*). Aiyar [2009] wskazuje, że SDR pełnią obecnie dwie funkcje: jednostki obrachunkowej MFW oraz linii kredytowej pomiędzy członkami Funduszu. W przypadku drugiej ze wspomnianych funkcji SDR służą pozyskiwaniu walut swobodnie używanych od innych krajów członkowskich MFW w celu umożliwienia krajom notującym deficyty bilansu obrotów bieżących spłaty zobowiązań płatniczych wobec zagranicy. Zakup walut swobodnie używanych w zamian za SDR może być dokonywany poprzez dobrowolne transakcje zawierane między krajami członkowskimi lub poprzez tzw. mechanizm desygnowania, w przypadku którego to MFW wyznacza kraj posiadający wysokie oficjalne rezerwy walutowe. Kraj ten musi dokonać sprzedaży waluty swobodnie używanej [IMF, 2011].

Początkowo wartość SDR ustalona była w złocie i odpowiadała parytetowi dolara, czyli wartości 0,888671 g czystego złota. Upadek systemu z Bretton Woods spowodował, że od 1 lipca 1974 r. wartość SDR ustalana była jako pochodna koszyka 16 walut. Po modyfikacji struktury koszyka walutowego od 1 stycznia 1981 r. w jego skład wchodziły dolar amerykański, marka niemiecka, frank francuski, jen japoński i funt szterling. W związku z zastąpieniem marki niemieckiej i franka francuskiego przez euro od 1 stycznia 1999 r., wartość SDR kształtowana na podstawie koszyka czterech walut ulega wahaniom w zależności od zmian ich kursów [Williamson, 2009].

Wagi dla poszczególnych walut w koszyku SDR ustalane są na podstawie dwóch zmiennych. Pierwszym kryterium jest udział emitenta danej waluty w światowym eksporcie dóbr i usług. Drugie kryterium stanowi udział tych walut w oficjalnych rezerwach walutowych utrzymywanych przez członków Funduszu. Przeglądu wag dokonuje Zarząd MFW raz na pięć lat. Przeglądom tym towarzyszą zazwyczaj modyfikacje wag poszczególnych walut wchodzących w skład koszyka SDR. Na mocy przeglądu dokonanego jesienią 2010 r. strukturę walutową koszyka SDR tworzą od 1 stycznia 2011 r. dolar amerykański (41,9%), euro (37,4%), funt szterling (11,3%) i jen japoński (9,4%). W porównaniu z wagami obowiązującymi od 1 stycznia 2006 r. do 31 grudnia 2010 r.

zauważalny jest spadek udziału dolara (z 44%) i jena (z 11%) oraz wzrost udziału euro (z 34%). Pomimo tych zmian dolar pozostał główną walutą koszyka SDR, choć dystans w stosunku do euro uległ zmniejszeniu [IMF, 2010]. Większe zmiany może przynieść kolejny przegląd koszyka SDR, który dokonany zostanie jesienią 2015 r., gdyż nasila się krytyka „niereprezentatywności” obecnej struktury SDR, w szczególności braku w niej walut głównych krajów wschodzących, które tworzą coraz większą część światowego produktu brutto.

Rysunek 2. Struktura walutowa koszyka SDR po 1 stycznia 2011 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF [2010].

Należy podkreślić, że przyjęty sposób określania kursu SDR czyni z nich jednostkę o bardzo stabilnej wartości. W związku z tym może być wykorzystywana jako stabilny miernik wartości. Jest to cecha pożądana w przypadku aktywów rezerwowych.

Kreacja SDR odbywa się poprzez tzw. alokacje, które przyjmują formę alokacji generalnych lub alokacji nadzwyczajnych. Dotychczas przeprowadzono trzy alokacje generalne oraz jedną specjalną. Pierwszą alokację przeprowadzono w transzach w latach 1970–1972, natomiast drugą, również w transzach, w latach 1979–1981. W rezultacie tych alokacji wyemitowano 21,4 mld SDR. Następnie na wiele lat zaprzestano kreacji SDR. Trzecia alokacja generalna została przeprowadzona w sierpniu 2009 r. i zwiększyła światowe zasoby SDR o 160,9 mld SDR.

Obstfeld [2011] podkreśla, że alokacje SDR nie tworzą nowej płynności międzynarodowej w tym sensie, iż nie dochodzi do kreacji pieniądza, lecz jedynie do zwiększenia siły nabywczej danego kraju poprzez mechanizm kredytowy. Formalnie są jednak zaliczane do oficjalnej płynności międzynarodowej. Fleming [1961, s. 448] dokonuje podziału oficjalnej płynności międzynarodowej na bezwarunkową i warunkową. Bezwarunkowa płynność międzynarodowa to posiadane aktywa rezerwowe pozostające do dyspozycji kraju, czyli złoto, rezerwy dewizowe, pozycja rezerwowa w MFW i SDR. Kraj dysponuje tym rodzajem płynności niezależnie od warunków. Warunkową płynnością międzynarodową jest natomiast zdolność zaciągania kredytów zagranicznych, w tym kredytów w MFW. Stanowi ona potencjalny dostęp do rezerw walutowych.

SDR nie są pieniądzem. Pieniądz jest powszechnie akceptowanym towarem, za pomocą którego dokonywana jest wymiana towarów i usług. Jest powszechnie akceptowanym prawnym środkiem płatniczym na terytorium emitującego go kraju lub unii walutowej. Zgodnie z funkcjonalną definicją pieniądza o jego istocie przesądzają pełnione przezeń funkcje, czyli jednostki obrachunkowej, środka wymiany i środka tezauryzacji [Shaal, 1996; Mishkin, 2002]. SDR nie są powszechnie akceptowanym środkiem płatniczym, nie pełnią wspomnianych funkcji pieniądza na zasadzie powszechności na danym terytorium. Z definicji SDR nie są więc pieniądzem. Jednostka ta nie jest też walutą, ani krajową, ani tym bardziej międzynarodową.

Walutami międzynarodowymi są waluty narodowe lub jednostki monetarne emitowane przez unie walutowe pełniące trzy wspomniane klasyczne funkcje pieniądza dla nierezydentów ze sfery oficjalnej (instytucje państwowe, banki centralne) oraz prywatnej (eksporterzy, importerzy, banki komercyjne i inne instytucje finansowe). W sferze oficjalnej waluta międzynarodowa pełni funkcję waluty referencyjnej w systemach kursowych danych krajów, a w związku z tym również odgrywa rolę waluty interwencyjnej, w której bank centralny przeprowadza interwencje na rynku walutowym, a także waluty rezerwowej, która jest najczęściej tożsama z walutą referencyjną i interwencyjną. W sferze prywatnej waluta międzynarodowa występuje w funkcji środka płatniczego jako waluta transakcyjna w handlu międzynarodowym i na światowych rynkach walutowych, a także pełni w tych obszarach funkcję miernika wartości jako waluta kwotowania, w której określa się ceny oraz wyraża kursy walutowe. Waluty międzynarodowe pełnią także w sferze prywatnej funkcję środka tezauryzacji i w tym przypadku występują jako waluta inwestycyjna, w której denominowane są aktywa finansowe [Hartmann, 2003, s. 15].

Opierając się na przedstawionej definicji oraz funkcjach walut międzynarodowych należy stwierdzić, że SDR nie mogą zostać uznane za walutę międzynarodową. Jednostka ta nie pełni żadnej funkcji waluty międzynarodowej w sferze prywatnej, a w sferze oficjalnej pełni jedynie funkcję waluty rezerwowej w bardzo ograniczonym zakresie. Dowodzi tego analiza przeprowadzona w dalszych częściach artykułu.

Ograniczenia emisji i wykorzystania SDR

Wśród czynników ograniczających wykorzystywanie SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych zaklasyfikowanych do grupy czynników wewnętrznych, wynikających ze specyfiki i konstrukcji SDR, należy wyróżnić przede wszystkim bariery dotyczące emisji i wykorzystania tej jednostki. Ograniczenia emisji SDR wynikają z rozwiązań przyjętych w statucie MFW, a więc stanowią ograniczenia prawne. Z drugiej strony nie mniej znaczące pozostają bariery polityczne, wynikające z interesów emitentów głównych walut międzynarodowych, w szczególności Stanów Zjednoczonych. Pozwala na to podział głosów na forum Funduszu, który daje głównemu udziałowcowi

de facto prawo weta. W ten sposób Stany Zjednoczone są w stanie blokować alokacje SDR, które postrzegane są jako potencjalny konkurent dla międzynarodowej roli dolara. Należy jednak podkreślić, że wspomniane bariery polityczne, stanowiące czynnik zewnętrzny, determinowane są przez wspomniane ograniczenia prawne o charakterze wewnętrznym. Znaczenie barier politycznych zmniejszyć może jedynie zmiana podziału głosów od dawna postulowana przez kraje rozwijające się i wschodzące, co wymaga jednak zmiany statutu MFW.

Ograniczenia prawne emisji SDR zawarte w statucie MFW dotyczą z jednej strony warunków i sposobu, w jaki powinna być dokonana, z drugiej natomiast wprowadzają uciążliwą procedurę dla przeprowadzenia alokacji. Zgodnie z art. XV ust. 1 statutu MFW Fundusz dokonuje emisji SDR przydzielając je krajom posiadającym status członka rachunku SDR (*to members that are participants in the Special Drawing Rights Department*) w celu uzupełnienia światowych rezerw walutowych. Art. XVIII ust. 1 lit. a stanowi, że Fundusz dokonuje alokacji SDR w przypadku stwierdzenia długookresowej globalnej potrzeby (*long-term global need*) uzupełnienia światowych rezerw walutowych w taki sposób, aby zapobiec deflacji i stagnacji, nie wywołując jednocześnie nadmiernego popytu i inflacji w gospodarce światowej. Zgodnie z art. XVIII ust. 2 lit. a decyzje o ewentualnej alokacji SDR podejmowane są zasadniczo raz na pięć lat. Kraje członkowskie otrzymują przydziały tej jednostki proporcjonalnie do swoich udziałów w Funduszu. Art. XVIII ust. 4 stanowi, że propozycję dokonania alokacji SDR składa Dyrektor Zarządzający za wiedzą i zgodą Zarządu. Przed złożeniem takiej propozycji Dyrektor Zarządzający powinien przeprowadzić konsultacje wśród krajów członkowskich Funduszu, aby upewnić się, że istnieje wystarczające poparcie dla nowej alokacji SDR. Decyzję w sprawie przeprowadzenia alokacji podejmuje Rada Gubernatorów większością 85% głosów [IMF, 2011, s. 42–45].

Większość 85% głosów niezbędna do dokonania alokacji SDR stanowi barierę dla emisji tej jednostki w takim rozmiarze, aby odgrywała ona znaczącą rolę w międzynarodowym systemie walutowym. Kraje rozwinięte, w tym w szczególności emitent dominującej waluty międzynarodowej, czyli Stany Zjednoczone, wykazują niewielkie zainteresowanie nowymi alokacjami. Dysponują one jednak większością głosów. Z drugiej strony kraje rozwijające się i wschodzące, które są najbardziej zainteresowane zwiększeniem swoich zasobów SDR, nie dysponują wystarczającą pulą głosów niezbędną do przeprowadzenia nowej alokacji tej jednostki.

Bariery emisji SDR uwidocznione zostały w szczególności w przypadku przeprowadzenia tzw. specjalnej alokacji, która miała na celu przydzielenie SDR tym krajom, które przystąpiły do MFW po dokonaniu drugiej alokacji generalnej, a więc w szczególności byłym republikom radzieckim i krajom Europy Środkowo-Wschodniej. Propozycja specjalnej alokacji została formalnie zgłoszona w 1996 r., a Rada Gubernatorów przyjęła rezolucję w tej sprawie we wrześniu 1997 r. Jednak do jej przeprowadzenia konieczna była zmiana

statutu MFW w postaci czwartej poprawki, co oznaczało konieczność zmiany prawa międzynarodowego i wymagało ratyfikacji przez parlamenty krajów członkowskich Funduszu. Aby poprawka weszła w życie, musi ją ratyfikować co najmniej 60% członków dysponujących co najmniej 85% całkowitej liczby głosów. W przypadku czwartej poprawki, która przewidywała zwiększenie światowych zasobów SDR o 21,4 mld SDR w ramach tzw. schematu M, Stany Zjednoczone skorzystały z możliwości, jakie daje im gwarantujące w praktyce prawo weta dysponowanie 16,74% głosów na forum MFW. Kierując się dążeniem do utrzymania roli dolara jako dominującej waluty międzynarodowej, kraj ten przez lata wstrzymywał się z ratyfikacją poprawki. Zmianę stanowiska Stanów Zjednoczonych przyniósł dopiero globalny kryzys i szczyt grupy G20 w Londynie w kwietniu 2009 r. W rezultacie w czerwcu 2009 r. Kongres USA dokonał ratyfikacji czwartej poprawki, co umożliwiło przeprowadzenie specjalnej alokacji we wrześniu 2009 r. [Jurek, 2011, s. 345–346].

Ograniczenia wykorzystania przyznanych krajom członkowskim SDR określa statut MFW. Zgodnie z art. XIX ust. 1 SDR mogą być używane jedynie w operacjach i transakcjach przewidzianych w statucie. Najważniejszą z nich jest pozyskiwanie walut swobodnie używanych w zamian za posiadane SDR. W art. XIX ust. 2 ustanowiono dwa typy operacji, w których kraj członkowski może pozyskać waluty swobodnie używane od innego kraju członkowskiego, wykorzystując do tego będące w jego posiadaniu SDR. Pierwszym rodzajem transakcji jest dobrowolnie zawierane porozumienie pomiędzy krajami. Drugi rodzaj operacji polega na pozyskaniu waluty swobodnie używanej w zamian za SDR w ramach tzw. mechanizmu desygnowania. Funkcjonowanie tego mechanizmu reguluje art. XIX ust. 5 statutu MFW, zgodnie z którym Fundusz wyznacza kraj posiadający wysoki poziom oficjalnych rezerw walutowych, który zobowiązany jest sprzedać walutę swobodnie używaną w zamian za SDR. Dla wyznaczonego kraju sprzedaż ta stanowi obowiązek do momentu, w którym zasób SDR utrzymywanych przezeń w rezerwach walutowych nie przekroczy trzykrotności otrzymanego przydziału [IMF, 2011, s. 45–48].

Innym dopuszczalnym obszarem wykorzystania SDR jest stosowanie tej jednostki jako jednostki referencyjnej w systemach kursowych krajów członkowskich MFW. Fundamentalną zasadą współczesnego międzynarodowego systemu walutowego jest swoboda wyboru systemu kursowego przez kraje członkowskie. Fundusz określa, że w reżimach kursowych państwa mogą odnosić wartość swoich walut do SDR, innej jednostki stanowiącej koszyk walut lub wybranej jednostki pieniężnej będącej walutą innego kraju lub unii walutowej. W praktyce SDR nie pełni funkcji jednostki odniesienia w systemach kursowych krajów członkowskich MFW, które jeśli wprowadzają w swoich reżimach kursowych powiązanie z określoną jednostką referencyjną, to w najważniejszej mierze jest to dolar amerykański lub euro [Jurek, 2011, s. 326].

Należy podkreślić, że statut MFW ogranicza wykorzystanie SDR jedynie do sfery oficjalnej, co uniemożliwia stosowanie tej jednostki w sektorze prywatnym, a więc skutecznie hamuje rozwój rynków dla SDR i aktywów

nominowanych w tej jednostce. SDR nie mogą być więc wykorzystywane do fakturowania i rozliczania handlu międzynarodowego czy też dokonywania transakcji finansowych, czyli nie mogą pełnić funkcji waluty transakcyjnej. Ponadto nie jest możliwe inwestowanie w instrumenty nominowane w SDR, w związku z czym jednostka ta nie pełni również funkcji waluty inwestycyjnej.

Brak szerszych możliwości wykorzystania SDR w sferze prywatnej skutecznie zmniejsza jej atrakcyjność jako jednostki pełniącej poszczególne funkcje waluty międzynarodowej w sferze oficjalnej, gdyż wszystkie te funkcje warunkują się wzajemnie. Ponadto ograniczenia wykorzystania SDR w sferze oficjalnej jeszcze bardziej zmniejszają atrakcyjność tej jednostki jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych. Brak rynków i instrumentów uniemożliwia wykorzystanie SDR w funkcji waluty interwencyjnej, gdyż banki centralne nie mogą bezpośrednio prowadzić interwencji w tej jednostce. Jest to możliwe dopiero w momencie pozyskania walut swobodnie używanych w zamian za posiadane SDR. Brak możliwości przeprowadzenia bezpośrednich interwencji walutowych w SDR skutkowało niewielkim zainteresowaniem tą jednostką do roli waluty odniesienia w systemach stałego kursu walutowego wśród krajów stosujących tego typu rozwiązanie. W rezultacie żaden kraj nie posiada obecnie systemu kursu stałego, w którym waluta krajowa byłaby powiązana z SDR.

Zakres wykorzystania SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych

Zgodnie z definicją MFW zawartą w punkcie 6.64 *Balance of Payments Manual* oficjalne aktywa rezerwowe są to zagraniczne aktywa rezerwowe, które są łatwo dostępne i kontrolowane przez władze monetarne danego kraju (*external assets that are readily available to and controlled by monetary authorities*), wykorzystywane w celu finansowania deficytów bilansu płatniczego, w interwencjach na rynku walutowym mających na celu oddziaływanie na kurs waluty krajowej oraz w innych powiązanych celach, takich jak utrzymywanie wiarygodności i zaufania do waluty i gospodarki krajowej oraz jako instrument zagranicznego kredytowania. Aktywa te muszą być nominowane w walutach obcych (*foreign currency assets*) [IMF, 2009, s. 111].

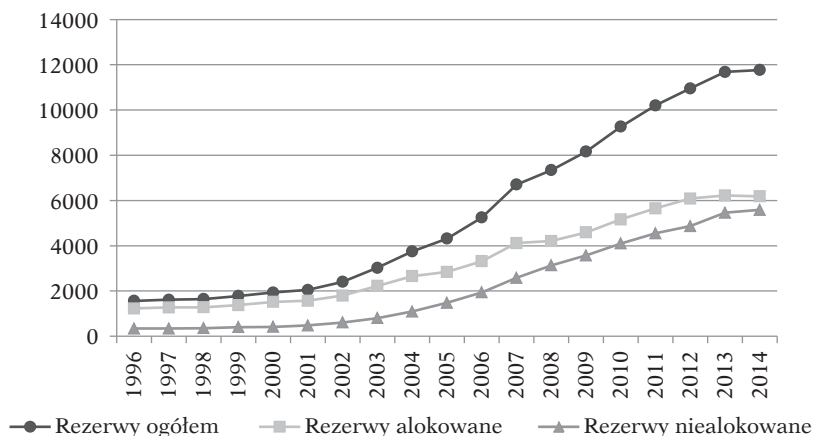
Kraje członkowskie przekazują Funduszowi dane o posiadanych oficjalnych aktywach rezerwowych w ramach *Special Data Dissemination Standard* (SDDS) zasadniczo co miesiąc. Zakres i układ prezentowanych danych określa *Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity*. Dane o aktywach rezerwowych ukazywać muszą ich wartość rynkową. Wytyczne MFW wprowadzają klasyfikację oficjalnych aktywów rezerwowych, wyróżniając pięć zasadniczych kategorii aktywów: aktywa w walutach wymiennalnych (*foreign currency reserves in convertible foreign currencies*), transza rezerwowa w MFW, SDR, złoto, oraz inne aktywa rezerwowe [IMF, 2013, s. 47–48].

Najobszerniejszą kategorię w strukturze oficjalnych aktywów rezerwowych stanowią aktywa w walutach wymiennalnych, w ramach których wyróżniono

dwie grupy: papiery wartościowe oraz gotówkę i depozyty bankowe. Warto podkreślić, że kategoria ta utożsamiana jest z pojęciem rezerw walutowych. Jak widać rezerwy walutowe są agregatem węższym od oficjalnych aktywów rezerwowych i stanowią ich część. Udział tej kategorii w oficjalnych aktywach rezerwowych krajów członkowskich MFW jest zdecydowanie największy. Drugą pod względem wielkości pozycją pozostaje złoto, natomiast udział transzy rezerwowej i SDR pozostaje marginalny.

Cechami oficjalnych aktywów rezerwowych są przede wszystkim płynność i bezpieczeństwo. Analizując cechy SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych, można zidentyfikować zarówno słabe, jak i mocne strony tej jednostki. Do zalet SDR jako aktywów rezerwowych należy przede wszystkim stabilna wartość, co zapewnia standard koszykowy niwelujący wahania kursów poszczególnych walut składowych. Aktywa te cechuje ponadto wiarygodność i bezpieczeństwo, a także niezależność od polityki monetarnej pojedynczego kraju emitującego walutę rezerwową, w związku z czym praktycznie nie występuje ryzyko monetyzacji długu nominowanego w SDR. Największą wadą SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych jest fakt, że aktywa te nie należą do płynnych. Brak jest szerokiej gamy aktywów nominowanych w tej jednostce oraz nie istnieją rynki SDR. Banki centralne nie mogą w związku z tym prowadzić interwencji walutowych bezpośrednio w SDR. W związku z tym jednostka ta nie wypełnia podstawowych funkcji, jakie realizują rezerwy walutowe.

Rysunek 3. Rezerwy walutowe w gospodarce światowej (w mld USD)*

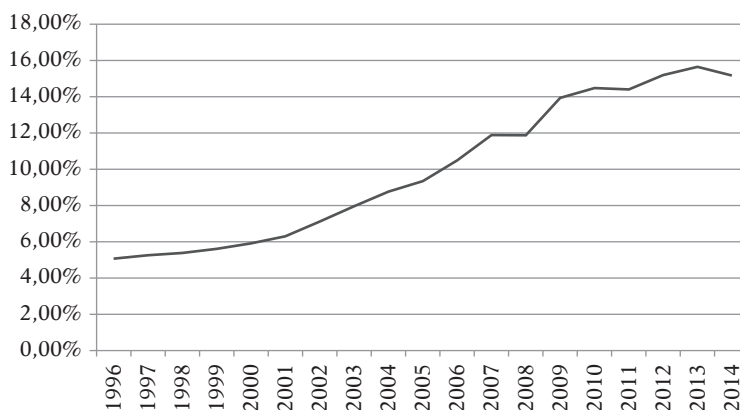


* Rezerwy alokowane dotyczą tej części światowych rezerw, których struktura walutowa jest ujawniana MFW przez kraje członkowskie i publikowana przez Fundusz w postaci zagregowanych danych w bazie COFER. Natomiast struktura walutowa rezerw niealokowanych nie jest ujawniana przez kraje członkowskie Funduszu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

Zakres wykorzystania SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych należy rozpatrywać w kontekście bezprecedensowej akumulacji rezerw walutowych charakteryzującej współczesną gospodarkę światową. Wzrost globalnych rezerw był w szczególności dynamiczny od II połowy lat 90. XX w., wskutek czego rezerwy te wzrosły z 1,6 bln USD w 1996 r. do 11,8 bln USD w 2014 r. W relacji do światowego PKB rezerwy wzrosły z poziomu 5,1% w 1996 r. do 15,2% w 2014 r.

Rysunek 4. Rezerwy walutowe jako procent światowego produktu brutto



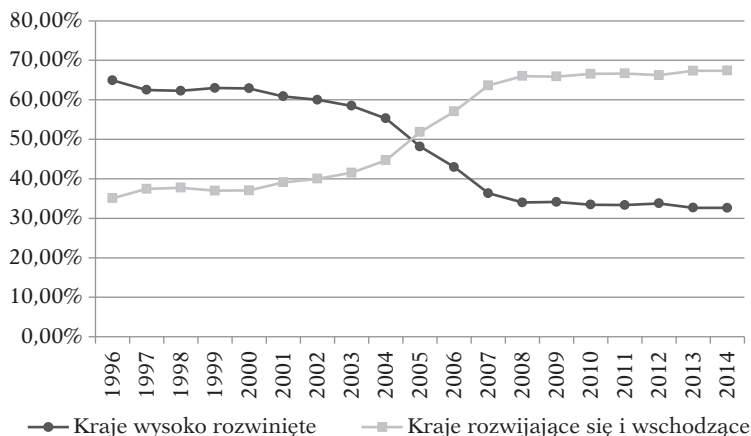
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) oraz World Economic Outlook.

Cechą charakterystyczną akumulacji rezerw walutowych we współczesnej gospodarce światowej jest wiodąca rola krajów rozwijających się i wschodzących w tym procesie. Akumulacja rezerw w przypadku tych krajów rozpoczęła się po serii kryzysów walutowych w drugiej połowie lat 90., w szczególności zaś pod wpływem kryzysu azjatyckiego z lat 1997–1998. W rezultacie odwróceniu uległy udziały krajów rozwiniętych i rozwijających się w rezerwach światowych. O ile w 1996 r. 64,9% rezerw przypadało na kraje rozwinięte, a 35,1% na kraje rozwijające się i wschodzące, to w 2014 r. kraje rozwinięte utrzymywały zaledwie 32,6%, natomiast kraje rozwijające się i wschodzące posiadały 67,4% światowych rezerw walutowych.

Przyczyny akumulacji rezerw walutowych w gospodarce światowej z jednej strony wiążą się z polityką makroekonomiczną realizowaną przez kraje gromadzące rezerwy, z drugiej natomiast są następstwem dysfunkcjonalności współczesnego międzynarodowego systemu walutowego (brak dobrze funkcjonujących mechanizmów tworzenia płynności międzynarodowej oraz mechanizmów wymuszających procesy wyrównawcze). Wśród motywów, którymi kierują się kraje prowadzące akumulację rezerw najważniejszymi pozostają motyw ostrożnościowy, interwencyjny, merkantylistyczny i behawioralny. Motyw ostrożnościowy związany jest z dążeniem poszczególnych krajów do zabezpieczenia się

przed szokami płynącymi ze strony rachunku obrotów bieżących oraz rachunku kapitałowego. W przypadku motywu interwencyjnego rezerwy gromadzone są w celu stabilizowania kursu walutowego. Szczególnym przypadkiem jest natomiast motyw merkantylistyczny, gdyż akumulacja rezerw nie jest tu celem samym w sobie, lecz stanowi produkt uboczny proeksportowej strategii wzrostu gospodarczego krajów dążących do osiągnięcia nadwyżek bilansu obrotów bieżących. Gromadzenie rezerw jest następstwem interwencji banku centralnego na rynku walutowym, których celem jest ograniczenie aprecjacji waluty krajowej i podniesienie cenowej konkurencyjności eksportu. W literaturze wyodrębnia się ponadto motyw behawioralny, który dotyczy konkurencyjnego gromadzenia rezerw przez kraje o podobnych strukturach gospodarczych i fundamentach makroekonomicznych. Akumulacja rezerw ma w tym przypadku na celu odsunięcie groźby ataku spekulacyjnego i zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysu walutowego [Bogołębska, 2013, s. 257–264].

Rysunek 5. Udział krajów wysoko rozwiniętych oraz rozwijających się i wschodzących w światowych rezerwach walutowych



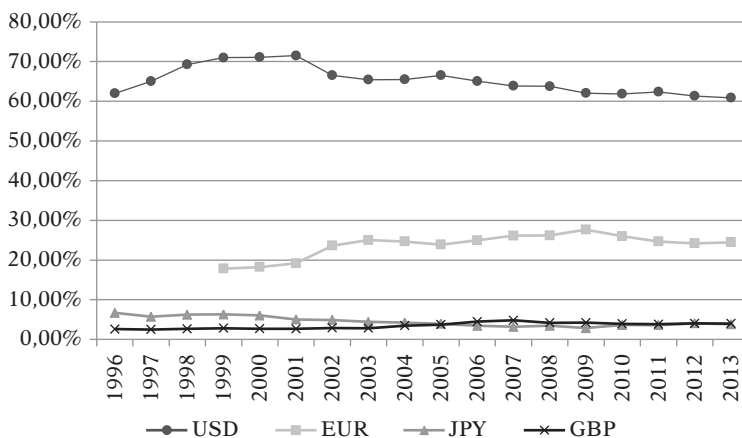
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

Dynamiczna akumulacja rezerw walutowych we współczesnej gospodarce światowej stanowi w znaczącym stopniu konsekwencję dysfunkcyjności międzynarodowego systemu walutowego, a nie jest jedynie następstwem charakterystyki gospodarek krajów akumulujących rezerwy oraz prowadzonej przez nie polityki makroekonomicznej. Najważniejszymi przyczynami akumulacji rezerw walutowych związanymi z funkcjonowaniem współczesnego międzynarodowego systemu walutowego pozostają zwiększona częstotliwość występowania kryzysów finansowych, duża skala i zmienność przepływów kapitału, znaczne wahania kursów walutowych, swoboda wyboru systemu kursu walutowego, brak efektywnego pożyczkodawcy ostatniej instancji na poziomie międzynarodowym, ograniczona podaż aktywów rezerwowych, niedostateczna

koordynacja polityki makroekonomicznej oraz funkcjonowanie dominującej waluty międzynarodowej [Mohan i in., 2013, s. 4–11].

Wzrostowi popytu na rezerwy i procesowi ich akumulacji nie towarzyszył analogiczny wzrost podaży aktywów rezerwowych. Nie uległa również zmianie struktura walutowa światowych rezerw. Dominującą walutą międzynarodową pozostał dolar amerykański, pomimo nieznacznego spadku jego udziału związanego głównie z wprowadzeniem euro i umacnianiem się tej waluty. W 1998 r., a więc na krótko przed wprowadzeniem euro, udział dolara w rezerwach światowych wynosił 69,3%, a następnie spadał i w 2013 r. stanowił 60,1%. Jednak w związku z kryzysem w strefie euro i spadkiem zaufania do wspólnej waluty jej udział w światowych rezerwach spadał z 27,6% w 2009 r. do 24,5% w 2013 r. Udział pozostałych walut międzynarodowych pozostaje mało znaczący. W 2013 r. 4% rezerw utrzymywanych było w funtach szterlingach, a 3,8% w jenach.

Rysunek 6. Struktura walutowa rezerw alokowanych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

Rola SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych, pomimo wzrostu popytu na aktywa rezerwowe i wzrostu ich światowych zasobów wskutek dynamicznej akumulacji rezerw, pozostaje marginalna. Wśród czterech podstawowych, wyróżnionych przez MFW, kategorii oficjalnych aktywów rezerwowych, największy udział zachowują aktywa nominowane w walutach wymiennalnych. Udział tych aktywów wzrósł z 79% w 1996 r. do 87,9% w 2014 r. Udział złota co prawda spadł z 16,9% w 1996 r. do 8,8% w 2014 r., jednak stanowi ono drugą co do wielkości kategorię oficjalnych aktywów rezerwowych. Co więcej, zainteresowanie banków centralnych w szczególności krajów rozwijających się dywersyfikacją swoich aktywów rezerwowych w kierunku zwiększenia w nich udziału złota stwarza perspektywę wzrostu znaczenia tego składnika aktywów rezerwowych.

Tabela 1. Oficjalne aktywa rezerwowe krajów członkowskich MFW (w mld SDR)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Transza rezerwowa w MFW	38	74,1	60,6	54,8	47,4	56,9	66,1	66,5	55,8	28,6	17,5	13,7	25,1	38,7	48,8	98,3	103,2	97,5	94,6
SDR	18,5	20,5	20,4	18,5	18,5	19,6	19,7	19,9	20,3	20,1	18,2	18,4	18,9	200,7	199,4	193,6	191,5	191	190,6
Aktywa w walutach wymienialnych	1085,6	1193,3	1161,4	1286,8	1491	1633,6	1772	2038,5	2414,3	2918,8	3491,8	4242,6	4769,2	5207,8	6014,9	6645,5	7126,2	7588,3	7676,3
Złoto	232,1	190,7	197,5	204	200,6	207,5	234,8	256,5	253,8	316,6	367,9	451,4	483,7	610	807,4	894,7	987,5	722,4	771,1
Suma	1374,2	1478,6	1439,9	1564,1	1757,5	1917,6	2092,6	2381,4	2744,2	3284,1	3895,4	4726,1	5296,9	6057,2	7070,5	7832,1	8408,4	8599,2	8732,6

* W tabeli wartość SDR posiadanych przez wszystkie kraje członkowskie Funduszu wynosi 190,6 mld USD. Należy jednak podkreślić, że całkowity stan SDR w gospodarce światowej jest wyższy i na koniec 2014r. wyniósł 204,09 mld USD. Różnica wynika z faktu, że oprócz krajów członkowskich Funduszu posiadaczami SDR są także podmioty określone jako *Prescribed Holders*, do których należą m.in. Bank Rozrachunków Międzynarodowych i Europejski Bank Centralny.

Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF [2000, 2006, 2012, 2014a].

Tabela 2. Struktura oficjalnych aktywów rezerwowych krajów członkowskich MFW (w %)

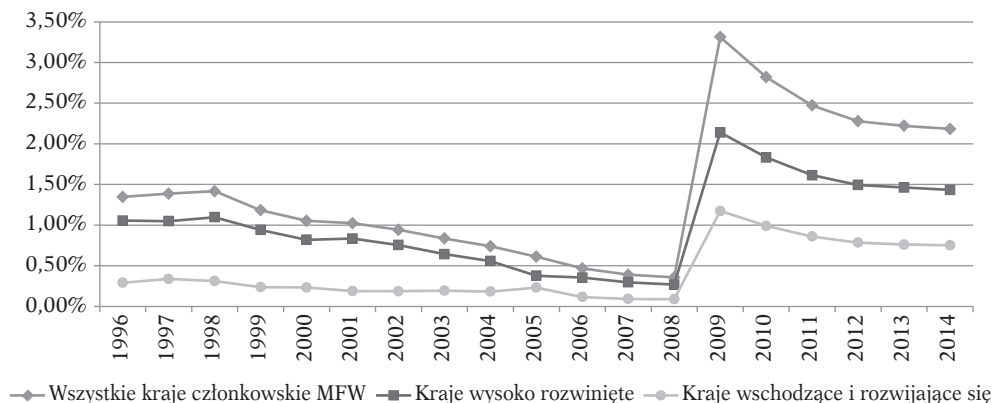
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Transza rezerwowa w MFW	2,77	5,01	4,21	3,50	2,70	2,97	3,16	2,79	2,03	0,87	0,45	0,29	0,47	0,64	0,69	1,26	1,23	1,13	1,08
SDR	1,35	1,39	1,42	1,18	1,05	1,02	0,94	0,84	0,74	0,61	0,47	0,39	0,36	3,31	2,82	2,47	2,28	2,22	2,18
Aktywa w walutach wymienialnych	79,00	80,70	80,66	82,27	84,84	85,19	84,68	85,60	87,98	88,88	89,64	89,77	90,04	85,98	85,07	84,85	84,75	88,24	87,90
Złoto	16,89	12,90	13,72	13,04	11,41	10,82	11,22	10,77	9,25	9,64	9,44	9,55	9,13	10,07	11,42	11,42	11,74	8,40	8,83

Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF [2000, 2006, 2012, 2014a].

W tym kontekście znaczenie SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych należy uznać za nieistotne. Udział tej jednostki w aktywach rezerwowych pozostaje nieznaczny. Widoczny jest pewien wzrost tego odsetka, co nastąpiło wskutek przeprowadzenia alokacji w 2009 r. Przed ich dokonaniem, w 2008 r., udział SDR w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych wynosił zaledwie 0,36%. Wspomniane alokacje zwiększyły w sposób skokowy globalny zasób SDR i w związku z tym doprowadziły do wzrostu udziału w aktywach rezerwowych do 3,3% w 2009 r. Od tego czasu relacja ta ponownie spadała, w związku z czym w 2014 r. SDR stanowiły już tylko 2,18% światowych oficjalnych aktywów rezerwowych.

Udział SDR w całkowitych oficjalnych aktywach rezerwowych krajów członkowskich MFW różni się jednak w przypadku krajów rozwiniętych i krajów rozwijających się. W przeciwieństwie do światowych oficjalnych rezerw walutowych, w przypadku których od 1996 r. do 2014 r. udziały krajów rozwiniętych oraz wschodzących i rozwijających się uległy odwróceniu (zob. rysunek 5), proporcje te w przypadku SDR nie uległy zmianie. W 1996 r. SDR utrzymywane przez kraje rozwinięte stanowiły 1,1% oficjalnych aktywów rezerwowych krajów członkowskich MFW, natomiast udział SDR będących w posiadaniu krajów wschodzących i rozwijających się wynosił 0,3%. W 2014 r. relacja ta wynosiła odpowiednio 1,43% i 0,75%.

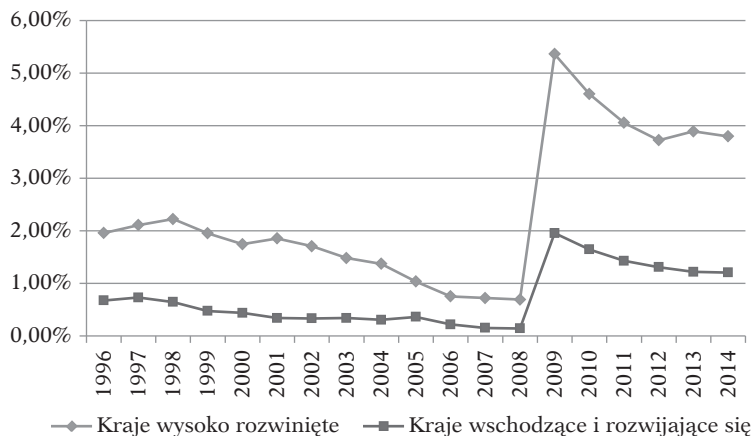
Rysunek 7. Udział SDR w oficjalnych aktywach rezerwowych krajów członkowskich MFW



Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF [2000, 2006, 2012, 2014a].

Charakterystyczny pozostaje także różny udział SDR w aktywach rezerwowych krajów rozwiniętych oraz krajów wschodzących i rozwijających się. Również w tym przypadku charakterystyczny jest utrzymujący się wyższy odsetek SDR w aktywach rezerwowych krajów rozwiniętych, który wynosił 1,96% w 1996 r. i 3,8% w 2014 r. W przypadku krajów wschodzących i rozwijających się stosunek SDR do całości posiadanych oficjalnych aktywów rezerwowych wynosił 0,67% w 1996 r. i 1,2% w 2014 r.

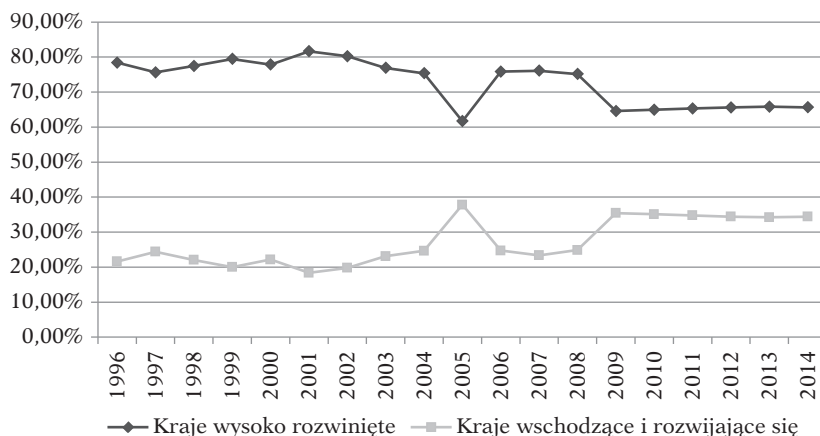
Rysunek 8. Udział SDR w oficjalnych aktywach rezerwowych krajów rozwiniętych oraz wschodzących i rozwijających się



Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF [2000, 2006, 2012, 2014a].

Różnice w przypadku krajów rozwiniętych oraz wschodzących i rozwijających się widoczne są w szczególności, gdy porówna się udziały posiadanych przez wspomniane grupy SDR z całkowitymi zasobami wyemitowanych dotąd SDR. W 1996 r. kraje rozwinięte utrzymywały 78,4% wyemitowanych SDR, natomiast kraje wschodzące i rozwijające się zaledwie 21,6%. Wskutek przeprowadzonych w 2009 r. alokacji dysproporcja ta uległa pewnemu zmniejszeniu, jednakże w dalszym ciągu na kraje wysoko rozwinięte przypada większość wyemitowanych SDR, a mianowicie 65,6% w 2014 r. wobec 34,4% przypadających na kraje wschodzące i rozwijające się.

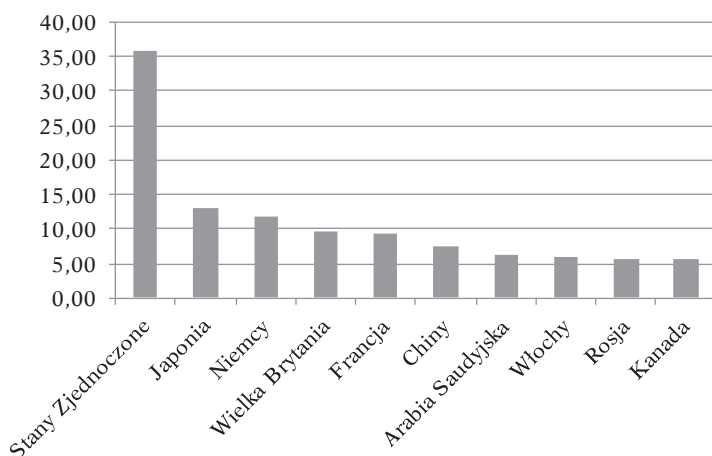
Rysunek 9. Udział SDR posiadanych przez kraje rozwinięte oraz kraje wschodzące i rozwijające się w całości wyemitowanych SDR



Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF [2000, 2006, 2012, 2014a].

Warto zwrócić uwagę, że wśród krajów utrzymujących największe oficjalne rezerwy walutowe dominują kraje wschodzące i rozwijające się (w szczególności Chiny, Arabia Saudyjska, Rosja, Brazylia i Indie), natomiast wśród krajów posiadających największe zasoby SDR przeważają kraje rozwinięte. Zdecydowanie największy zasób SDR utrzymują Stany Zjednoczone (38,5 mld SDR). Zasoby pozostałych krajów członkowskich MFW są już zdecydowanie skromniejsze, drugą pozycję zajmuje Japonia (13 mld SDR), kolejną Niemcy (11,9 mld SDR).

Rysunek 10. Kraje posiadające największe zasoby SDR (w mld SDR)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW, stan na 30.04.2015 r.

Analiza przedstawionych danych prowadzi do wniosku, że SDR odgrywają znacząco mniejszą rolę jako składnik oficjalnych aktywów rezerwowych w przypadku krajów wschodzących i rozwijających się w porównaniu z krajami rozwiniętymi. Sytuację tę należy ocenić negatywnie, gdyż kraje rozwinięte w mniejszym stopniu potrzebują tych aktywów, ponieważ posiadają znacznie szerszy dostęp do rynków finansowych i nie muszą pozyskiwać walut wymiennalnych w zamian za SDR. Kraje rozwijające się w znacznie większym stopniu zainteresowane są wykorzystaniem SDR stanowiących dla nich bardziej korzystny sposób pozyskania walut wymiennalnych niż chociażby kredyty w MFW, które obwarowane są wieloma warunkami.

Jak pokazuje analiza przedstawionych danych, zakres wykorzystania SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych pozostaje marginalny. Wartość wyemitowanych SDR pozostaje znikoma, co wobec dynamicznej akumulacji rezerw walutowych w gospodarce światowej czyni znaczenie tej jednostki jeszcze mniejszym. Tempo wzrostu światowych rezerw pozostaje bardzo duże, podczas gdy wartość SDR wzrosła skokowo jedynie w 2009 r. w związku z dokonanymi wówczas alokacjami. Jak widać pomimo przeprowadzenia tych alokacji SDR nadal stanowią znikomą część światowych rezerw.

Warto podkreślić, że współcześnie znacznie większą rolę jako składnik oficjalnych aktywów rezerwowych odgrywa złoto, pomimo że po upadku systemu z Bretton Woods zostało zdemonetyzowane. Udział złota w tych aktywach jest czterokrotnie wyższy od udziału SDR i w 2014 r. wynosił 8,83%, podczas gdy ta relacja w przypadku SDR stanowiła jedynie 2,18% (zob. tabela 2). Podobnie udział złota w oficjalnych aktywach rezerwowych niektórych krajów pozostaje bardzo wysoki. W przypadku chociażby Francji, Niemiec i Portugalii przekracza on 50%. W przypadku SDR przypadki takie nie występują.

Trendy rozwojowe w międzynarodowym systemie walutowym ograniczające możliwości zwiększenia roli SDR

Jak już wspomniano, możliwości zwiększenia roli SDR ograniczają nie tylko bariery wewnętrzne, które wiążą się z ograniczeniami emisji oraz wykorzystania tej jednostki, lecz także trendy rozwojowe w międzynarodowym systemie walutowym. Za najważniejsze z nich należy w tym kontekście uznać wzrost międzynarodowego znaczenia i wykorzystania waluty Chin oraz utrzymującą się rolę dolara amerykańskiego jako dominującej waluty międzynarodowej.

Możliwości uczynienia z renminbi¹ kluczowej waluty międzynarodowej należy rozpatrywać w kontekście kryteriów internacjonalizacji pieniądza krajowego. Do najważniejszych kryteriów, którym sprostać powinien kraj aspirujący do roli emitenta waluty kluczowej należą: wielkość gospodarki kraju emitenta, udział kraju emitenta w handlu międzynarodowym, stabilna wartość krajowego pieniądza, swoboda przepływu kapitału, pełna wymienialność waluty krajowej, system płynnego kursu walutowego, wysoko rozwinięty krajowy rynek finansowy oraz stabilna pozycja fiskalna [Prasad, Ye, 2012, s. 2].

Chiny spełniają obecnie część z tych kryteriów. Państwo Środka jest drugą pod względem wielkości PKB gospodarką świata, która w 2013 r. stanowiła 12,3% światowego produktu brutto w cenach bieżących, jednak biorąc pod uwagę PKB liczony według parytetu siły nabywczej było to 15,8%. Jednocześnie Chiny pozostają największym światowym eksporterem z 11,7% udziałem w światowym eksporcie towarów w 2013 r. Pozycja tego kraju w rankingu światowych importerów jest także bardzo wysoka. W 2013 r. udział Chin w światowym imporcie towarów wynosił 10,3%, co dawało im drugą pozycję [WTO, 2015]. Chiny spełniają także kryterium stabilnej wartości pieniądza krajowego. Inflacja znajduje się pod kontrolą i nie stwarza ryzyka erozji wartości renminbi. Wartość wskaźnika CPI wynosiła 2,65% w 2012 r., 2,62% w 2013 r. i 2,06% w 2014 r. Również zewnętrzna wartość renminbi, którą stanowi kurs walutowy, pozostaje stabilna. Od 2010 r. waluta chińska ulegała powolnej, aczkolwiek systematycznej, aprecjacji w stosunku do dolara. Gwarancją utrzymania wartości waluty krajowej pozostaje również fakt, że

¹ Oficjalna nazwa waluty Chin.

Chiny posiadają największy na świecie zasób oficjalnych rezerw walutowych (3,89 mld USD na koniec 2014 r.).

Wzrost roli Chin w gospodarce światowej i w handlu międzynarodowym stanowią ważną przesłankę przemawiającą za internacjonalizacją renminbi, jednakże nie są to warunki wystarczające. Barrierami umiędzynarodowienia chińskiej waluty pozostają w dalszym ciągu słabo rozwinięty krajowy rynek finansowy, kontrola przepływu kapitału, system stałego kursu walutowego, brak pełnej wymienialności (wymienialność renminbi ograniczona jest do transakcji rachunku bieżącego), brak niezależności banku centralnego oraz autorytarny system polityczny i nierespektowanie rządów prawa [Huang i in., 2014, s. 9–11].

Szczególnie jednak jest istotne, że chińskie władze podjęły wiele kroków mających na celu zwiększenie międzynarodowej roli renminbi, zwłaszcza dotyczących uelastyczniania reżimu kursowego i poszerzania zakresu międzynarodowego wykorzystania tej waluty. Duże znaczenie mają także reformy prowadzone w celu zagwarantowania dalszego rozwoju gospodarki Chin przy jednoczesnym zmniejszeniu negatywnych skutków dotychczasowego modelu wzrostu gospodarczego. Strategia internacjonalizacji renminbi posiada trzy szczególne cechy. Przede wszystkim jest to proces kreowany, kierowany i kontrolowany przez państwo, co odróżnia umiędzynarodowienie renminbi od analogicznych procesów, które wystąpiły w przypadku funta szterlinga i dolara amerykańskiego. Procesy te miały charakter rynkowy. Ponadto internacjonalizację renminbi cechuje gradualizm, przypominający gradualny charakter chińskiej transformacji rynkowej, a także właściwy tej transformacji eksperymentalizm. Działania podejmowane przez władze Chin w kierunku internacjonalizacji renminbi dotyczą przy tym trzech głównych obszarów. Po pierwsze, zezwolono na rozliczanie handlu zagranicznego i inwestycji bezpośrednich w renminbi, początkowo w bardzo ograniczonym zakresie, który następnie był systematycznie poszerzany. Po drugie, wspierano rozwój centrów *offshore* dla chińskiej waluty, z których pierwszym i dotąd najważniejszym był Hongkong, jednakże i tutaj zwiększano zarówno zakres wykorzystania renminbi, jak i liczbę centrów *offshore*, zezwalając na ich tworzenie także poza obszarem Azji. Trzecim najważniejszym obszarem wspierania internacjonalizacji renminbi jest zawieranie przez Ludowy Bank Chin swapów walutowych z innymi bankami centralnymi, również z rozwiniętych krajów Zachodu, w celu dostarczenia tym krajom płynności w renminbi i wspierania w ten sposób rozliczeń w handlu i finansach międzynarodowych dokonywanych w chińskiej walucie.

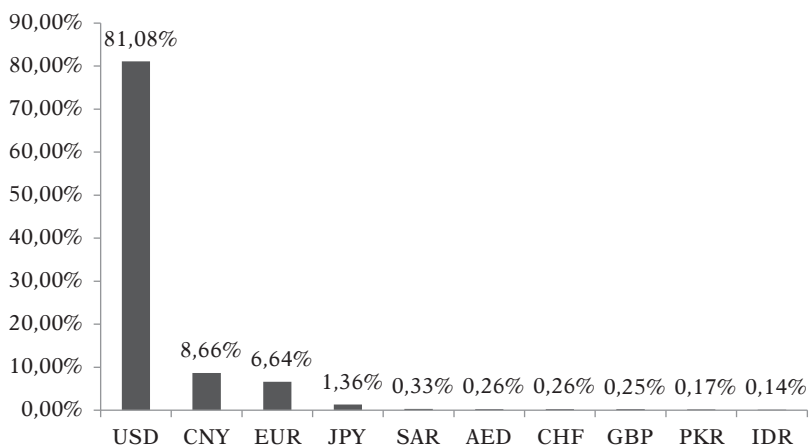
Wzrost roli Chin w gospodarce światowej oraz działania podejmowane przez władze tego kraju, mające na celu uczynienie z renminbi kluczowej waluty międzynarodowej, doprowadziły do szybkiego wzrostu międzynarodowego wykorzystania chińskiego pieniądza.

Odsetek handlu zagranicznego Chin rozliczany w RMB rósł szybko od 2009 r. (kiedy uruchomiono program pilotażowy, zezwalający na dokonywanie tych

operacji początkowo w bardzo ograniczonym zakresie) i w 2014 r. osiągnął wartość 22%. Prognozuje się, że do 2020 r. ponad połowa chińskiego handlu zagranicznego będzie rozliczana w RMB. Podobnie odsetek zagranicznych inwestycji bezpośrednich napływających do Chin rozliczanych w RMB rósł w imponującym tempie i w 2014 r. wyniósł ponad 30% [Hong Kong..., 2015].

Wzrost roli renminbi jako waluty fakturowania i rozliczania handlu międzynarodowego odnosi się jednak nie tylko do handlu chińskiego, ale dostrzeżalny jest również w skali globalnej. Przełomowym momentem było zastąpienie w listopadzie 2013 r. euro na pozycji drugiej najważniejszej waluty międzynarodowej w rozliczaniu handlu światowego przez renminbi. Udział chińskiej waluty wyniósł wówczas 8,66%, natomiast udział euro spadł do 6,64%.

Rysunek 11. Najważniejsze waluty transakcyjne w handlu światowym

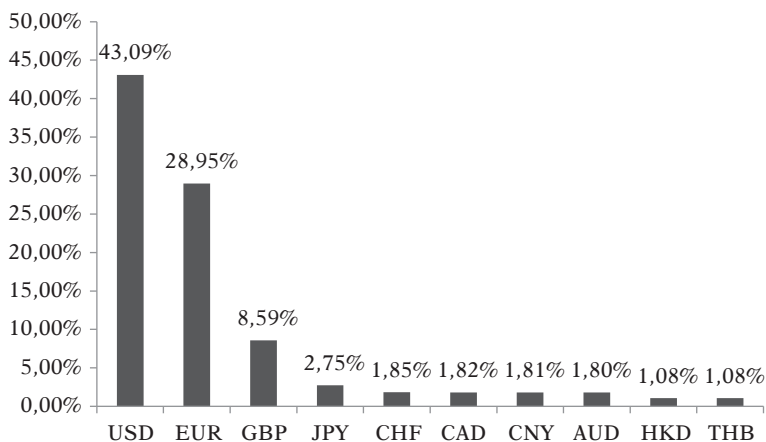


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SWIFT.

Wzrost międzynarodowego wykorzystania renminbi widoczny jest także w przypadku ogółu światowych płatności. Jednak udział renminbi jest tu znacząco niższy, w lutym 2014 r. wynosił 1,81%. Natomiast biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost tej relacji w dość krótkim czasie, można spodziewać się osiągnięcia przez RMB znaczącej pozycji w tym obszarze w najbliższych latach.

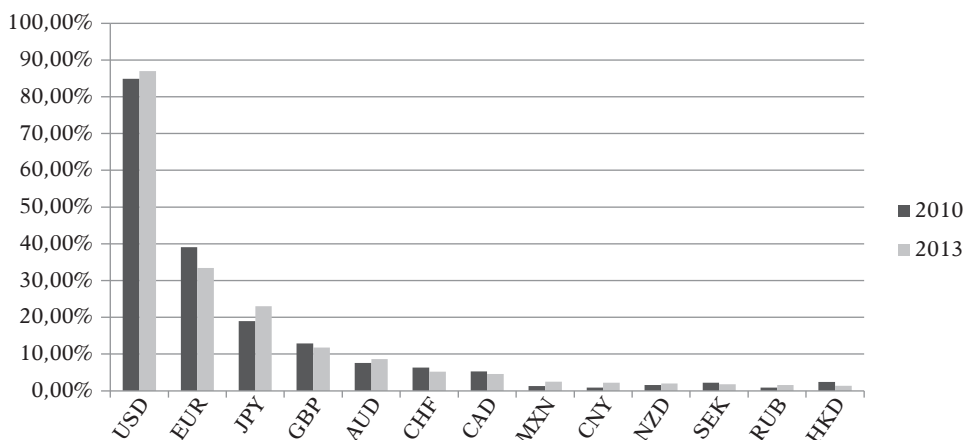
Niewielki pozostaje również udział RMB w średnim dziennym obrocie na globalnym rynku walutowym. Jednak z przeprowadzanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych badań, które publikowane są co trzy lata w raporcie *Triennial Central Bank Survey*, wynika, że udział RMB w tym zakresie również wzrasta. W 2010 r. odsetek transakcji na rynku walutowym obejmujących RMB wynosił 0,9%, natomiast w 2013 r. osiągnął poziom 2,2%. Należy przy tym pamiętać, że każda transakcja obejmuje jednocześnie udział dwóch walut, stąd suma udziałów procentowych tych walut w obrocie równa się do 200%.

Rysunek 12. Najważniejsze waluty w płatnościach światowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SWIFT.

Rysunek 13. Udział walut w obrocie na światowym rynku walutowym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Triennial Central Bank Survey 2013, BIS.

Jak widać od kilku lat następuje systematyczny wzrost międzynarodowego znaczenia i wykorzystania renminbi. Jest to konsekwencją rosnącej roli Chin w gospodarce światowej, zaangażowania państwa w proces umiędzynarodowienia waluty oraz rosnącego zainteresowania inwestorów i ich przekonania, że renminbi w przyszłości stanie się jedną z walut kluczowych. Należy przy tym podkreślić, że rola Chin w międzynarodowych stosunkach walutowych jest nieadekwatna do roli tego kraju w realnej sferze gospodarki światowej. Władze Chin są świadome tego faktu i zapewne będą dążyć do zmniejszenia tej asymetrii, w związku z czym należy spodziewać się dalszego rozwoju umiędzynarodowienia renminbi.

Renminbi nie można jeszcze uznać za walutę międzynarodową ze względu na niewielką skalę wykorzystania. Renminbi nie pełni obecnie funkcji waluty interwencyjnej i waluty referencyjnej. Waluta Chin wypełnia obecnie w pewnym stopniu funkcje waluty rezerwowej, waluty transakcyjnej, waluty kwotowania i waluty inwestycyjnej. Należy jednak podkreślić, że pomimo to renminbi w znacznie większym stopniu niż SDR pełni funkcje pieniądza międzynarodowego. Przede wszystkim renminbi funkcjonuje w strefie prywatnej, podczas gdy w przypadku SDR sytuacja taka nie ma miejsca. Nie istnieją ani rynki SDR, ani instrumenty finansowe nominowane w tej jednostce. Zakres międzynarodowego wykorzystania w sferze oficjalnej pozostaje natomiast większy w przypadku SDR. Jednak należy się spodziewać szybkiej zmiany tej sytuacji, gdyż wzrost wykorzystania chińskiej waluty w sferze prywatnej niewątpliwie przełoży się na wzrost tego użycia w sferze oficjalnej. Należy także podkreślić, że dalszy wzrost międzynarodowej roli renminbi zależy również od ogólnej kondycji chińskiej gospodarki. Z tego punktu widzenia za pośrednie bariery internacjonalizacji renminbi można uznać rosnące rozpiętości dochodowe, degradację środowiska naturalnego, wszechobecną korupcję, autorytarny system polityczny i pogarszającą się sytuację demograficzną. Rozwiązanie tych kwestii poprzez politykę szeroko zakrojonych reform będzie miało kluczowe znaczenie także dla dalszego umiędzynarodowienia waluty Chin.

Innym trendem rozwojowym, który stanowi barierę dla zwiększenia roli SDR w międzynarodowym systemie walutowym, jest utrzymująca się dominująca pozycja dolara amerykańskiego. Dominacja dolara widoczna jest w przypadku wszystkich funkcji waluty międzynarodowej, zarówno w sferze prywatnej, jak i oficjalnej. Udział amerykańskiego pieniądza w średnim dziennym obrocie na światowym rynku walutowym wynosił 84,9% w 2010 r. i 87% w 2013 r. (zob. rysunek 13). Dolar pozostaje także dominującą walutą w rozliczaniu handlu międzynarodowego z udziałem 81,08% w 2013 r. (zob. rysunek 11), a także najważniejszą walutą w płatnościach światowych ogółem, gdzie udział dolara wynosił 43,1% w 2014 r. (zob. rysunek 12).

W odniesieniu do sfery oficjalnej należy podkreślić, że pieniądz amerykański pozostaje dominującą walutą rezerwową. Udział dolara w światowych rezerwach zmniejszył się jednak od 1999 r., co stało się głównie za sprawą wprowadzenia euro i dywersyfikacji części rezerw w kierunku wspólnej waluty. O ile rezerwy utrzymywane w dolarach stanowiły w 1999 r. 70,1% światowych oficjalnych rezerw walutowych, to w 2013 r. odsetek ten wynosił 60,1%, co jednak w dalszym ciągu przesądza o hegemonicznej pozycji amerykańskiego pieniądza (zob. rysunek 6). Dominującą rolę odgrywa dolar również jako waluta referencyjna w systemach kursowych państw członkowskich MFW. W 2014 r. 43 kraje członkowskie Funduszu posiadały reżimy kursowe, zakładające większe lub mniejsze powiązanie z dolarem. Drugie miejsce zajmuje euro, stanowiące walutę referencyjną w 26 krajach. [IMF, 2014b, s. 6–8]. W związku z pełnieniem funkcji najważniejszej waluty rezerwowej i referencyjnej, dolar pozostaje również najczęściej używaną walutą interwencyjną.

Hegemonia dolara utrzymuje się pomimo spadku znaczenia gospodarki amerykańskiej w gospodarce światowej, a także pomimo globalnego kryzysu gospodarczego, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych. Warto więc wskazać na czynniki utrzymującej się dominacji dolara. Przede wszystkim Stany Zjednoczone nadal pozostają największą i najbardziej innowacyjną gospodarką świata. Udział gospodarki tego kraju w światowym produkcie brutto (ceny bieżące) w 2013 r. wynosił 22,17%. Stany Zjednoczone odgrywają również wiodącą rolę w światowym handlu. W 2013 r. ich udział w światowym eksporcie dóbr wynosił 8,39% (drugi największy eksporter po Chinach), a w światowym imporcie dóbr 12,33% (pierwszy światowy importer) [WTO, 2015]. Ponadto posiadają wysoko rozwinięty, głęboki i płynny rynek finansowy, w szczególności rynek rządowych papierów dłużnych.

Utrzymująca się dominacja dolara wynika również z inercji charakteryzującej międzynarodowy system walutowy. Przejawia się ona tym, że zmiana pozycji danego kraju w gospodarce światowej nie od razu przekłada się na wzrost lub spadek znaczenia emitowanej przezeń waluty. Waluta kraju tracącego dominującą pozycję w gospodarce światowej przestaje być dominującą walutą międzynarodową. Funkcję tę przejmuje waluta kraju, którego gospodarka zyskuje pozycję dominującą. Tego typu przemiany są jednak procesami bardzo powolnymi, a zmiany w pozycji walut dominujących cechuje znaczna inercja. Zazwyczaj upływa wiele lat od uzyskania dominacji ekonomicznej przez dany kraj do momentu osiągnięcia podobnej pozycji przez jego walutę, a waluta kraju tracącego pozycję mocarstwa gospodarczego utrzymuje swoje znaczenie jeszcze przez długi czas [Frankel, 2012].

Szczególne znaczenie dla utrzymującej się hegemonii dolara ma także tzw. efekt zewnętrzny sieci, który sprzyja zastosowaniu waluty krajowej w poszczególnych funkcjach pieniądza międzynarodowego. Efekt ten polega na tym, że im częściej dana waluta wykorzystywana jest w obrocie handlowym, tym większe jest prawdopodobieństwo jej dalszego stosowania ze względu na niższe koszty transakcyjne i większą płynność rynku, co zwiększa jej atrakcyjność dla innych uczestników rynku. Istotna jest także siła przyzwyczajenia, która decyduje o utrzymywaniu się statusu waluty międzynarodowej na długo po zniknięciu obiektywnych czynników decydujących o międzynarodowym zastosowaniu waluty krajowej. Najbardziej znanym przykładem jest tradycyjne rozliczanie w dolarach transakcji w handlu surowcami, w szczególności ropą naftową [Pszczółka, 2011, s. 23].

Hegemonia dolara utrzymana została nawet w okresie globalnego kryzysu, podczas gdy wielu ekspertów spodziewało się znacznej deprecjacji i spadku międzynarodowego znaczenia tej waluty. Tymczasem dolar uległ w czasie kryzysu aprecjacji w związku z napływem kapitału do Stanów Zjednoczonych. W tym przypadku wystąpił tzw. efekt bezpiecznej przystani (*safe haven assets effect*), który polega na tym, że w okresie wzrostu globalnej niepewności związanej z kryzysem inwestorzy uciekają do aktywów tradycyjnie uznawanych za bezpieczne, a tak postrzegane są papiery dłużne emitowane przez

rząd Stanów Zjednoczonych [Fahri i in., 2011, s. 13]. W wyniku tego efektu dolar umocnił swoją pozycję w okresie kryzysu i nadal pozostaje dominującą walutą międzynarodową, tym bardziej, że gospodarka amerykańska szybciej i dynamiczniej przeszła w okres ożywienia w porównaniu ze strefą euro.

Utrzymaniu pozycji dolara sprzyja także kryzys w strefie euro i będący jego następstwem spadek roli euro jako waluty międzynarodowej. Udział euro w średnim dziennym obrocie na globalnym rynku walutowym spadł z 39,1% w 2010 r. do 33,4% w 2013 r. W listopadzie 2013 r. euro straciło pozycję drugiej po dolarze waluty rozliczania handlu międzynarodowego, a pozycję tę zajęła waluta chińska. Ponadto odsetek światowych rezerw walutowych utrzymywanych we wspólnej walucie spadł z 27,6% w 2009 r. do 24,5% w 2013 r. Tym samym trend polegający na wzroście roli euro jako waluty międzynarodowej trwający od wprowadzenia wspólnej waluty w 1999 r. został wraz z kryzysem w strefie euro odwrócony.

Perspektywy zwiększenia roli SDR w międzynarodowym systemie walutowym

Globalny kryzys gospodarczy spowodował wzrost zainteresowania SDR i rolą tej jednostki w międzynarodowym systemie walutowym. Przeprowadzone na mocy decyzji szczytu grupy G20 z kwietnia 2009 r. i w reakcji na spadek płynności międzynarodowej w okresie kryzysu alokacje SDR zasilić miały tę płynność. Pojawiły się także propozycje reformy międzynarodowego systemu walutowego, w których doniosłą rolę przypisano zwiększeniu roli SDR. Koncepcje te odwoływały się do dysfunkcjonalności międzynarodowego systemu walutowego w zakresie kreacji pieniądza międzynarodowego. W szczególności jako rozwiązanie problemów związanych z pełnieniem przez waluty narodowe funkcji pieniądza międzynarodowego, postulowano ich substytucję w tej roli przez pieniądź ponadnarodowy kreowany przez międzynarodową organizację finansową.

Szczególny rozgłos zyskał projekt Z. Xiaochuana, Prezesa Ludowego Banku Chin, który w marcu 2009 r. ogłosił propozycję reformy międzynarodowego systemu walutowego, polegającą na zastąpieniu opartego na walutach narodowych pieniądza międzynarodowego pieniądzem ponadnarodowym, którego funkcję pełniłyby emitowane przez MWF specjalne prawa ciągnięcia. Zdaniem Xiaochuana, pieniądź ponadnarodowy zapewniłby bardziej efektywne zaspokajanie popytu na płynność międzynarodową. Wskazane rozwiązanie uniezależnia podaż pieniądza międzynarodowego od interesów poszczególnych krajów oraz eliminuje problem kredytowania krajów emitentów walut międzynarodowych. W efekcie sprzyja także stabilności finansowej w gospodarce światowej i zmniejsza prawdopodobieństwo wybuchu kryzysu globalnego. Z. Xiaochuan proponuje więc stopniowe zwiększanie roli SDR, w szczególności poprzez kolejne alokacje oraz poszerzenie możliwości zastosowania SDR, zwłaszcza ich rozciągnięcie na handel międzynarodowy oraz transakcje

na rynkach finansowych. Ponadto sugeruje on poszerzenie składu koszyka walut tworzących SDR, aby wchodziły do niego waluty wszystkich najbardziej znaczących gospodarek świata. Z. Xiachuan postuluje także przekazanie części utrzymywanych przez poszczególne państwa rezerw pod zarząd MFW, co umożliwiłoby zwiększenie roli SDR poprzez emisję denominowanych w nich aktywów oraz dalsze alokacje [Xiaochuan, 2009].

Zbliżona propozycja reformy międzynarodowego systemu walutowego została także zawarta w ogłoszonym we wrześniu 2009 r. raporcie pracującej pod kierownictwem J. Stiglitz'a Komisji Ekspertów ONZ ds. Reform Międzynarodowego Systemu Walutowego i Finansowego. Komisja uznała istniejące w ramach współczesnego systemu rozwiązanie w zakresie kreacji płynności międzynarodowej za jedno z głównych źródeł jego niestabilności. W związku z tym zaleciła oparcie płynności międzynarodowej nie na walutach narodowych, lecz na walucie ponadnarodowej (*supranational reserve currency*). Komisja przedstawiła dwie alternatywy dotyczące praktycznego rozwiązania tego problemu. W pierwszym przypadku zachowane zostałoby istniejące rozwiązanie, w ramach którego MFW emituje SDR, przy czym konieczne byłoby odpowiednie zwiększenie wielkości alokacji SDR i rozszerzenie ich zastosowania. Jako alternatywę Komisja zaproponowała powołanie nowej instytucji – Światowego Banku Rezerw (*Global Reserve Bank*), który emitowałby nową walutę ponadnarodową (*International Currency Certificates*) [Report of the Commission of Experts..., 2009].

Wspomniane propozycje pokazują, jak duże znaczenie przypisywano potencjalnemu wzrostowi roli SDR w międzynarodowym systemie walutowym pod wpływem doświadczeń globalnego kryzysu gospodarczego. Jednak od czasu przeprowadzenia dwóch ostatnich alokacji SDR, zainteresowanie tą jednostką ponownie spadło. Wiązało się to przede wszystkim z wyjściem z głębokiej fazy globalnego kryzysu oraz rozwojem kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro i związanych z tym zagrożeń dla stabilności gospodarki światowej. Przyczyniła się do tego również nieoczekiwana aprecjacja dolara w okresie kryzysu oraz utrzymanie przez tę walutę statusu dominującej waluty międzynarodowej.

Przeprowadzona w artykule analiza czynników ograniczających rolę SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych wskazuje, że możliwości zwiększenia roli SDR w międzynarodowym systemie walutowym są niewielkie, a przedstawione propozycje należy uznać za nierealistyczne. Poza wspomnianymi już barierami dotyczącymi emisji i wykorzystania SDR należy także wspomnieć o ograniczeniach instytucjonalnych. Uczynienie z SDR światowego pieniądza wymagałoby stworzenia światowego banku centralnego, który kontrolowałby podaż pieniądza, prowadził politykę monetarną, pełnił funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji oraz utrzymywał wiarygodność emitowanej waluty. W obecnym mechanizmie kreacji i funkcjonowania SDR MFW nie pełni tego typu funkcji, co wymagałoby albo utworzenia nowej międzynarodowej instytucji finansowej, albo zmianę kompetencji Funduszu, co jednak

wymaga zmiany statutu tej organizacji. Warto także wspomnieć, że na ograniczone możliwości uczynienia z SDR światowego pieniądza wskazują również problemy strefy euro oraz niepewność co do przyszłości wspólnej waluty, co wynika z faktu, iż jest to waluta emitowana przez ugrupowanie gospodarcze.

Eichengreen [2011] przedstawia najbardziej prawdopodobny scenariusz rozwoju międzynarodowego systemu walutowego, w którym dolar zachowa funkcję najważniejszej waluty międzynarodowej, jednak jego dominacja będzie w znacznym stopniu zrównoważona przez wzrost znaczenia walut największych krajów wschodzących, w szczególności Chin, a także Indii i Brazylii. Niepewność co do przyszłości euro rodzi natomiast pytania, co do możliwości utrzymania przez tę walutę statusu waluty kluczowej. Niemniej jednak międzynarodowy system walutowy będzie cechować najprawdopodobniej koegzystencja kilku walut pełniących funkcję kluczowych walut międzynarodowych. Tego typu scenariusz jest tym bardziej prawdopodobny, że odzwierciedla zmiany układu sił w gospodarce światowej, w szczególności wzrost siły gospodarczej krajów wschodzących i spadek znaczenia krajów rozwiniętych, co prowadzi do ukształtowania się wielobiegunowej gospodarki światowej. [*Multipolarity...*, 2011].

Podsumowanie

Rola SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych pozostaje marginalna. Jest to szczególnie widoczne w kontekście dynamicznej akumulacji rezerw walutowych w gospodarce światowej. W efekcie pomimo dokonanych w 2009 r. alokacji, SDR stanowiły w 2014 r. zaledwie 2,18% światowych oficjalnych aktywów rezerwowych. Wyraźnie zatem widać, że nie osiągnięto celu określonego w art. XXII statutu MFW, zgodnie z którym celem Funduszu i jego członków jest uczynienie z SDR głównego składnika światowych oficjalnych aktywów rezerwowych. Stało się tak głównie ze względu na rygorystyczne warunki emisji tej jednostki oraz ograniczone możliwości jej wykorzystania, co znacząco zmniejsza atrakcyjność SDR jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych. Ponadto kluczowe znaczenie ma brak woli politycznej Stanów Zjednoczonych, które nie są zainteresowane nowymi alokacjami SDR, w obawie przed utratą przywilejów związanych z emisją dominującej waluty międzynarodowej. Barięrazą pozostaje aktualny rozkład głosów na forum MFW oraz uciążliwe procedury zmiany statutu tej organizacji. SDR pozostaje więc głównie jednostką obrachunkową MFW. Nie jest pieniądzem i nie pełni funkcji waluty międzynarodowej. Poszerzenie koszyka SDR o waluty głównych krajów wschodzących w nieznacznym stopniu wpłynie na wzrost ich atrakcyjności jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych, gdyż nie zmniejsza to najważniejszych barier dotyczących emisji i wykorzystania.

Perspektywy zwiększenia roli SDR w międzynarodowym systemie walutowym pozostają przy tym znikome, również ze względu na czynniki stanowiące ograniczenia zewnętrzne, wśród których najbardziej istotne to wzrost

międzynarodowego znaczenia i wykorzystania waluty Chin oraz utrzymująca się pozycja dolara jako dominującej waluty międzynarodowej. Wzrost pozycji Chin w gospodarce światowej i handlu międzynarodowym doprowadził do sytuacji, w której znaczenie Chin w międzynarodowych stosunkach walutowych pozostaje nieadekwatne do roli tego kraju w realnej sferze gospodarki światowej. Stwarza to przesłanki dla internacjonalizacji chińskiego pieniądza, która postępuje dynamicznie nie tylko ze względu na rosnące zainteresowanie inwestorów, lecz także w rezultacie strategii umiędzynarodowienia realizowanej przez państwo. Obecnie międzynarodowe wykorzystanie waluty chińskiej jest większe niż ma to miejsce w przypadku SDR, w szczególności ze względu na bardzo szybki wzrost użycia renminbi w sferze prywatnej, zwłaszcza w rozliczaniu handlu międzynarodowego. Ponadto kluczowe znaczenie ma fakt, że renminbi jest pieniądzem, podczas gdy SDR nie jest.

Dominującą walutą międzynarodową pozostaje dolar amerykański, który utrzymuje swoją pozycję, pomimo turbulencji związanych z globalnym kryzysem gospodarczym oraz spadkiem znaczenia Stanów Zjednoczonych w gospodarce światowej. Pozycji dolara nie zagraża obecnie postępująca internacjonalizacja renminbi, jak i międzynarodowa rola euro, która uległa ograniczeniu ze względu na przedłużający się kryzys w strefie euro. Należy jednak pamiętać, że znaczenie Stanów Zjednoczonych w międzynarodowych stosunkach walutowych jest niewspółmiernie duże wobec zmniejszającego się udziału gospodarki tego kraju w światowym produkcie brutto. W związku z tym w długim okresie można spodziewać się wzrostu udziału renminbi w poszczególnych funkcjach waluty międzynarodowej kosztem waluty amerykańskiej.

Biorąc pod uwagę przedstawione bariery wewnętrzne i zewnętrzne można stwierdzić, że SDR pozostanie głównie jednostką obrachunkową MFW, a jej rola jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych nadal będzie marginalna. Nie zostanie osiągnięty cel określony w art. XXII statutu Funduszu i SDR nie staną się głównym składnikiem światowych aktywów rezerwowych. Wbrew wielu opiniom nie ma również realnych możliwości przekształcenia tej jednostki w pieniądź światowy. Należy podkreślić, że to nie SDR stanowią zagrożenie dla międzynarodowej pozycji dolara, lecz będzie nim waluta chińska, jeśli Państwo Środka w dalszym ciągu będzie realizować strategię umiędzynarodowienia renminbi, a także przeprowadzi wiele reform niezbędnych do utrzymania stabilności gospodarki i dalszego wzrostu.

Bibliografia

- Aiyar S. [2009], *An International Monetary Fund Currency to Rival the Dollar? Why Special Drawing Rights Can't Play That Role*, Center for Global Liberty and Prosperity, Washington.
- Bogołębska J. [2013], *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

- Clark P., Polak J. [2004], *International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System*, IMF Staff Papers, vol. 51, no. 1, Washington.
- Eichengreen B. [2011], *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press, Oxford.
- Fahri E., Gourinchas P., Rey H. [2011], *Reforming the International Monetary System*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Fleming J.M. [1961], *International Liquidity: Ends and Means*, International Monetary Fund, Staff Papers, vol. 8.
- Frankel J. [2012], *Internationalization of the RMB and Historical Precedents*, "Journal of Economic Integration", vol. 27, Seoul.
- Hartmann P. [2003], *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* [2015], Hong Kong Monetary Authority, kwiecień 2015.
- Huang Y, Wang D., Fan G. [2014], *Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications*, Asian Development Bank Institute, Tokyo.
- IMF [2000], *Annual Report*, Washington.
- IMF [2006], *Annual Report*, Washington.
- IMF [2009], *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6th Edition, Washington.
- IMF [2010], *Press Release No. 10/434*, 15.11.2010, Washington.
- IMF [2011], *Articles of Agreement*, Washington.
- IMF [2012], *Annual Report*, Washington.
- IMF [2013], *International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Guidelines for a Data Template*, Washington.
- IMF [2014a], *Annual Report*, Washington.
- IMF [2014b], *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington.
- Jurek M. [2011], *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Mishkin F.S. [2002], *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Mohan R., Patra M., Kapur M. [2013], *The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go?*, International Monetary Fund Working Paper no. WP/13/224, Washington.
- Multipolarity: The New Global Economy* [2011], The World Bank, Washington.
- Obstfeld M. [2011], *The SDR as an International Reserve Asset: What Future?*, Paper no. 11/0885, International Growth Centre, London.
- Prasad E., Ye L. [2012], *The Renminbi's Role in the Global Monetary System*, Discussion Paper no. 6032, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit, Bonn.
- Pszczółka I. [2011], *Współczesne waluty międzynarodowe*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.

- Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System* [2009], United Nations, New York.
- Schaal P. [1996], *Pieniądz i polityka pieniężna*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Williamson J. [2009], *Understanding Special Drawing Rights (SDR)*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- WTO [2015], *Statistics Database, Trade Profiles*.
- Xiaochuan Z. [2009], *Reform the International Monetary System*, Review no. 41/2009, Bank for International Settlements, Basle.

THE ROLE OF SPECIAL DRAWING RIGHTS IN THE INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM

Summary

The article analyzes factors determining the use of special drawing rights (SDRs) as a component of official reserve assets in the international monetary system. The author also examines the possibility of an international monetary system reform based on an increased role for SDRs. The analysis shows that the use of SDRs as a component of official reserve assets is insignificant and likely to remain marginal due to several barriers that make it impossible to transform SDRs into international money.

The author identifies two main types of barriers to an increased role of SDRs in the monetary system: barriers related to the specific features of these assets, and barriers stemming from developments in the international monetary system, especially an increased international use of the Chinese currency and the continued status of the U.S. dollar as the dominant international currency. With these constraints in mind, the author concludes that the role of SDRs in the international monetary system is unlikely to increase in the future. The author uses research methods including an analysis of statistical data on official reserve assets and on the international use of national currencies, in addition to a comparative analysis and a study of literature on the subject.

Keywords: international currency, international monetary system, foreign exchange reserves, financial market

JEL classification codes: F02, F31, F41, G15, G18
