

Magdalena Proczek  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## STARA – NOWA ROLA SDR W MIĘDZYNARODOWYM SYSTEMIE WALUTOWYM

### Streszczenie

Celem opracowania jest diagnoza potrzeby utworzenia oraz istoty SDR, jak również, w związku z obecnymi niedostatkami międzynarodowego systemu walutowego, próba odpowiedzi na pytanie o ich rolę w przyszłości. Do badań zastosowano metody analizy i syntezy opisowej oraz porównawczej. Zostały one przeprowadzone na podstawie oficjalnych dokumentów MFW, ONZ oraz literatury fachowej przedmiotu. Zastosowano aparat pojęciowy typowy dla badań z zakresu finansów międzynarodowych i ekonomii.

Z przeprowadzonych badań wynika, że współczesny kryzys spowodował zmianę polityki MFW i jego członków dotyczącą SDR, będących od wielu lat w stanie hibernacji. W najbliższych latach będzie można zatem obserwować kolejne usprawnienia w ich funkcjonowaniu, których zadaniem jest poszerzenie zakresu zastosowań SDR, ich udziału w światowych rezerwach oraz wolumenu transakcji z ich wykorzystaniem. Pozwala to z optymizmem patrzeć na przyszłość SDR, które przy zaangażowaniu wszystkich członków MFW, mogą w końcu zyskać znaczenie, jakie było dla nich pierwotnie przewidziane.

Artykuł ma charakter badawczy.

**Słowa kluczowe:** SDR, MFW, płynność międzynarodowa, rezerwy walutowe, międzynarodowy system walutowy.

**Kody JEL:** E52, F33, F53

### Wstęp

Specjalne Prawa Ciągnięcia (*Special Drawings Rights* – SDR) funkcjonują już w międzynarodowym systemie walutowym (MSW) ponad 45 lat. Stanowią wirtualny zapis księgowy, nieuwarunkowany środek rezerwowy oraz są rozdzielane między członków Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW). Dają także ich użytkownikom możliwość wymiany na walutę wymienną oraz ich zakupu. Są stosowane również jako jednostka rozrachunkowa oraz służą do rozliczania transakcji (Williamson 2009). Mimo tych zastosowań i długiego funkcjonowania ich potencjał nie został jeszcze w pełni wykorzystany.

Współczesny kryzys uwypakował wady systemu opartego na dominującej roli gospodarki jednego państwa. W pewnym stopniu problem uzależnienia międzynarodowego systemu walutowego od jednej waluty można rozważać przez zwiększenie znaczenia SDR. Od 2009 roku w obcojęzycznej i polskiej literaturze przedmiotu prowadzony jest dyskurs na ten temat. W Polsce badania dotyczące SDR prowadzone są m.in.: przez T. Michałowskiego, M. Jurka, T.T. Kaczmarka. Na świecie zagadnieniem tym zajmują się m.in.: C. Wilkie, M. Obstfeld, P.B. Clark, J.J. Polak, J. Rickards, B. Eichengreen, J. Williamson. Zasadne więc – zwłaszcza z perspektywy współczesnego kryzysu – wydaje się sformułowanie pytania dotyczącego przyszłej roli SDR w MSW. Tak postawiony problem badawczy wymaga również przedstawienia ich genezy oraz istoty, a także podjęcia próby oceny dotychczasowej roli, co jest także celem niniejszej pracy. Tak postawione zadania znalazły odzwierciedlenie w konstrukcji niniejszego opracowania, które składa się ze wstępu, dwóch zasadniczych części i wniosków.

W badaniu zastosowano przemiennie analizę i syntezę, mając świadomość wad każdego wyboru wyłączonego. Ze względu na złożoność problematyki niniejsze badanie nie może być wolne od ograniczeń. Praca, zgodnie z przyjętym założeniem, stanowi studia wybranych przez autora zagadnień oraz nie pretenduje do wyczerpania bogatej problematyki tematu, bowiem uwzględnienie wszystkich aspektów dotyczących SDR przekraczałyby niewątpliwie jej ramy. Badanie zakończono dnia 10 czerwca 2015 roku.

## **Geneza i istota Specjalnych Praw Ciągnięcia**

Porozumienie z Bretton Woods z lipca 1944 roku powołujące Międzynarodowy Fundusz Walutowy zobowiązywało państwa członkowskie do stosowania regulowanej polityki monetarnej (Vreeland 2007), której głównym celem było utrzymanie kursów wymiany walut narodowych wobec dolara amerykańskiego w zakresie wahań +/- 1% (Valdez 2007). W teorii system ten zakładał oparcie kursów walut państw uczestniczących na parytecie złota, które miało być głównym składnikiem ich rezerw. W praktyce, państwa utrzymywały rezerwy dewizowe również w dolarze amerykańskim, którego wartość została ustalona na 35 dolarów za uncję kruszcu. Udział dolara amerykańskiego w rezerwach światowych szybko zwiększał się, co było spowodowane szybszym wzrostem jego podaży w stosunku do tempa przyrostu ilości zasobów złota na świecie. Mimo działań banków centralnych, dążących do utrzymania wyznaczonego przez MFW korytarza wahań kursów, czyli w praktyce ochrony kursu danej waluty wobec dolara amerykańskiego, tempo wzrostu podaży amerykańskiej waluty spowodowało, iż niemożliwe było utrzymanie jej ustalonej ceny w złocie, a jej ilość przewyższyła jej znaczenie, jako głównej waluty rezerwowej (Podolski 2010). W związku z dominacją dolara amerykańskiego oraz niewystarczającą

podażą złota, państwa członkowskie MFW stały się nadmiernie uzależnione od polityki monetarnej USA, a nawet zagrożone, ponieważ cena dolara amerykańskiego w złocie zaczęła wymykać się spod kontroli. Wówczas prawdopodobieństwo złamania się systemu oraz niebezpieczeństwo braku możliwości wymiany dolarów amerykańskich na złoto stało się bardzo realne. W obliczu dynamicznie rozwijającej się gospodarki światowej oraz konserwatywnej polityki monetarnej USA mógł nastąpić również niedobór amerykańskiej waluty. Niezbędne były zatem inne aktywa o podobnym statusie jak dolar amerykański, które umożliwiłyby zabezpieczenie rezerw oraz stabilność całego międzynarodowego systemu walutowego.

Idea utworzenia Specjalnych Praw Ciągnięcia została po raz pierwszy podniesiona publicznie w latach 60. XX w., jednak na ich implementację trzeba było poczekać do dnia 1 stycznia 1970 roku (Wilkie 2012). Wówczas Międzynarodowy Fundusz Walutowy, w następstwie wejścia w życie pierwszej poprawki do *IMF's Articles of Agreement* z 1969 roku, wyemitował w latach 1970–1972 SDR w celu stabilizacji międzynarodowego systemu walutowego, uzupełniając światowe aktywa rezerwowe (w dolarze amerykańskim i złocie), których przyrost był niewystarczający w stosunku do potrzeb finansowych wynikających z szybkiego rozwoju handlu międzynarodowego oraz rynków finansowych (Obsfeld 2011). Na mocy drugiej poprawki do aktu założycielskiego Funduszu z dnia 1 kwietnia 1978 roku związanej z zawieszeniem wymienialności dolara amerykańskiego na złoto zniesiono oficjalną cenę kruszcu, a za główny środek gromadzenia rezerw oraz wyrównywania nierównowagi bilansów płatniczych uznano SDR.

W 1970 roku wartość SDR ustalono na 1 dolar odpowiadający 0,888671 g złota (IMF 2015a). Stąd też w literaturze SDR nazwano papierowym złotem (Boughton 2001). W wyniku załamania się systemu z Bretton Woods oraz coraz mniejszego zaufania do dolara amerykańskiego, w 1974 roku Fundusz podjął decyzję o obliczaniu wartości jednostki SDR za pomocą koszyka walut. Od tego momentu udział – waga – każdej z walut ustalana jest co pięć lat, aby jak najlepiej oddać realia międzynarodowych rynków finansowych. W latach 1974–1980 koszyk składał się z 16 walut – największych eksporterów dóbr, a wagę każdej z nich ustalono według wielkości eksportu każdego z państw. Z kolei od 1981 roku liczbę walut w koszyku SDR zredukowano do pięciu (Cooper, Fraser, Uselton 1985). Były to: dolar amerykański, marka niemiecka, frank francuski, funt brytyjski i jen. Dnia 1 stycznia 1999 roku po raz ostatni zmieniono skład koszyka, wymieniając franka francuskiego i markę niemiecką na wspólną walutę euro, tworząc do dzisiaj niezmienny koszyk czterowalutowy. Z kolei ostatnia rewizja wag walut nastąpiła w dniu 1 stycznia 2011 roku w wyniku zmian wartości eksportu towarów i usług oraz rezerw denominowanych w poszczególnych walutach, które były w posiadaniu członków MFW.

Kurs SDR jest obliczany codziennie przez MFW w dolarach amerykańskich. Jako kursy walut wchodzące w skład koszyka przyjmowane są te notowane na rynku londyńskim w południe, miejscowego czasu (Michałowski 2008). Kurs SDR, ze względu na sposób jego wyliczenia, cechuje się stosunkowo wysoką stabilnością. Z kolei stopa procentowa SDR ustalana jest raz w tygodniu, oparta na średniej ważonej stopie oprocentowania krótkoterminowych instrumentów na rynkach państw, których waluty wchodzą w skład koszyka Specjalnych Praw Ciągnięcia i jest stosowana do obliczania odsetek naliczanych przez MFW z tytułu udzielonych lub uzyskanych pożyczek (Bolton-Shaw 2013).

Fundusz może przyznawać Specjalne Prawa Ciągnięcia państwom członkowskim na podstawie postanowień statutu, proporcjonalnie do ich udziałów wniesionych do kapitału zakładowego MFW (Bird 2003). Akt założycielski Funduszu określa również okoliczności, w których może dojść do emisji SDR. Przydział, czyli tzw. alokacja, może być dokonany tylko wówczas, gdy istnieje globalna długookresowa potrzeba uzupełnienia światowych rezerw walutowych, a jego celem jest zwiększenie płynności finansów międzynarodowych. Alokacja ma również na celu zwiększenie zdolności poszczególnych członków do wywiązywania się ze swoich zobowiązań wobec MFW (np. przy dokonywaniu płatności z tytułu porozumień kredytowych) oraz regulowania zobowiązań płatniczych wobec innych państw przez możliwość zakupu walut wymiennalnych. Z prawnego punktu widzenia są to jednak pojęcia nieprecyzyjne, pozostawiające miejsce na szeroką interpretację. Trudność związana ze sprecyzowaniem rzeczywistej potrzeby zwiększania płynności doprowadziła do wykształcenia odmiennej praktyki przy decydowaniu o alokacji SDR. MFW najpierw przewiduje wolumen zapotrzebowania na rezerwy członków systemu, a następnie ocenia, w jakim stopniu zapotrzebowanie to może być zaspokojone przez emisję tej jednostki (IMF 2001a). Ta dwuetapowa procedura pozwala uniknąć problemu różnej interpretacji długookresowego, globalnego zapotrzebowania na rezerwy walutowe. Decyzję w sprawie alokacji SDR podejmuje Rada Gubernatorów MFW większością 85% liczby głosów. Ocena, czy zachodzi potrzeba emisji, przeprowadzana jest zasadniczo raz na pięć lat, choć istnieje możliwość skrócenia lub wydłużenia tego okresu (Gąsiorowski, Frankiewicz, Grotte, Życieńska 2012).

Międzynarodowy Fundusz Walutowy wyemitował SDR cztery razy. Okoliczności pierwszej alokacji w wysokości 9,3 mld SDR zostały już przedstawione wcześniej. Druga emisja, dokonana w latach 1979–1981, opiewająca na 12,1 mld SDR, po raz kolejny została spowodowana spadkiem zaufania wobec dolara amerykańskiego (Aryeetey 2004). Nieprzypadkowo, jednocześnie wysunięto propozycję stworzenia w MFW tzw. *submissionaccount* pozwalającego państwom-członkom MFW na wymianę swoich rezerw dolarowych na SDR. W takiej sytuacji, MFW byłoby uprawnione, a wręcz zobowiązane do zwrócenia się do Stanów Zjednoczonych o wpłatę odpowiedniej ilości SDR, wymienianych

na dolary amerykańskie, pokrywających zmianę w kursie. Stany Zjednoczone jednak nie zgodziły się na takie przedsięwzięcie i *submissionaccount* nie został wprowadzony w życie. Zatem dwa wydarzenia – spadek zaufania do dolara amerykańskiego wśród państw członkowskich oraz nieudane ustanowienie specjalnego rachunku – doprowadziły do wypłaty drugiej transzy SDR. Na tak niewielki zakres dwóch pierwszych emisji SDR wpłynął brak zgody co do celów, którym jednostka ta miała służyć. Mianowicie, kiedy zakończono pierwszą alokację SDR, system z Bretton Woods już nie istniał. Wiele państw upłynniło kursy walut, doraźnie rozwiązując problem nierównowagi swoich bilansów obrotów bieżących (Lastra 2006). Tym samym wygasła bezpośrednia przyczyna, która doprowadziła do podjęcia decyzji o emisji SDR. Co więcej, państwa wysoko rozwinięte zaczęły się sprzeciwiać nowym alokacjom SDR, upatrując w nich konkurencję wobec własnej działalności kredytowej w stosunku do krajów rozwijających się (Polak, Clark 2004). W Europie Zachodniej były zainteresowane promowaniem ECU, a następnie euro, w mniejszym zaś stopniu wzmacnianiem pozycji Specjalnych Praw Ciągnięcia (Bilski 2006; Żuchowska 2012), dlatego też korzystanie SDR było bardzo ograniczone (Kaczmarek 2011). Ponadto zwiększały się obawy o ewentualne inflacyjne oddziaływanie emisji SDR. Dopiero okoliczności kryzysu rozpoczętego w 2007 roku zmieniły nastawienie MFW i wszystkich państw członkowskich do potrzeby emisji oraz zwiększenia roli SDR (Mateos y Largo, Duttagupta, Goyal 2009). Dostrzeżono bowiem, że waluty swobodnie używane, zwłaszcza dolar amerykański pełnią funkcję pieniądza w sposób niedoskonały ze względu na dużą niestabilność ich kursu. W wyniku postanowień grupy G-20 i MFW z kwietnia 2009 roku, dnia 28 sierpnia 2009 roku dokonano najwyższej jak do tej pory emisji – 161,2 mld SDR. Alokacja ta była bezwarunkowym zapewnieniem niezbędnych środków do zwalczania kryzysu i zapewnienia płynności. Pomoc ta była kluczowa zwłaszcza dla państw eksportujących surowce paliwowe oraz rynków wschodzących, które otrzymując część emisji uchroniły się przez zaprzepaszczaniem rezultatów ogromnego rozwoju ich gospodarek w ostatnich latach. Za specjalną, biorąc pod uwagę jej beneficjentów, emisję można określić ostatnią z dnia 9 września 2009 roku, kiedy 21,4 mld SDR zostało wypłacone państwom, które dołączyły do MFW po 1981 roku (ponad 20% wszystkich członków Funduszu) i w związku z tym nie były w posiadaniu SDR do tego momentu. Propozycja tego swoistego „wyrównania szans” państw pod względem posiadanych SDR, została ogłoszona już roku 1997 w ramach czwartej poprawki do statutu, a jej implementacja nastąpiła w wyniku wystąpienia współczesnego kryzysu. W sumie Międzynarodowy Fundusz Walutowy wyemitował 204 mld SDR, co według wartości z dnia 17 marca 2015 roku, odpowiada ponad 280 mld dolarów (IMF 2015a). Emisje Specjalnych Praw Ciągnięcia były nieregularnie rozłożone w czasie oraz różniły się między sobą znacząco wartością, co było spowodowane polityką MFW wobec ich użycia.

MFW przyjął, że państwa członkowskie będą się mogły posługiwać SDR w szerokim zakresie, włączając w to pożyczki i inne zobowiązania, granty, swapy i transakcje forward (Boughton 2001). Jednak przede wszystkim jednostka ta służyła i nadal służy do zakupu walut swobodnie używanych, niezbędnych dla dokonania zapłat zagranicznych, zapadających z różnych tytułów.

Za emisję i obsługę Specjalnych Praw Ciągnięcia tzn. wszelkich transakcji i operacji, w których stosuje się SDR odpowiada Departament SDR. Obejmuje to scharakteryzowane wyżej alokacje SDR oraz operacje realizowane przez członków MFW i innych użytkowników, którzy mogą się nimi posługiwać (IMF 2001b). Prawo posiadania i użytkowania Specjalnych Praw Ciągnięcia mają:

- państwa uczestniczące w systemie;
- MFW – jako emitent;
- wyznaczone przez MFW instytucje – tzw. *prescribed holders*, które nie mają prawa do przydziałów, ale mogą nabywać SDR od innych podmiotów uczestniczących w systemie. Należą do nich m.in.: Europejski Bank Centralny, Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju, Azjatycki Bank Rozwoju, Afrykański Bank Rozwoju.

Zakup i sprzedaż SDR mogą odbywać się w dwojaki sposób – przez dobrowolne transakcje lub przez tzw. mechanizm desygnowania. Dzięki porozumieniom dobrowolnym Fundusz może inicjować transakcje zakupu i sprzedaży SDR (Zattler 2010). Porozumienia są indywidualnie negocjowane przez MFW, który pełni rolę pośrednika między dwiema stronami transakcji. Transakcje z wykorzystaniem SDR można również przeprowadzać przez operację, w trakcie której państwo członkowskie wyznaczone przez Fundusz ze względu na silną pozycję bilansu płatniczego i rezerw udostępnia innemu członkowi w trudnej sytuacji płatniczej walutę swobodnie używaną w zamian za SDR po oficjalnym kursie (Coast 1992). Od 1987 roku nie przeprowadzono żadnej transakcji z wykorzystaniem tego mechanizmu, a zatwierdzane kwartalnie plany desygnacji pełnią jedynie funkcję ostrożnościową i stanowią dodatkową gwarancję płynności systemu finansowania SDR.

Przeprowadzanie opisanych transakcji prowadzi do sytuacji, w której kwota SDR posiadanych przez uczestnika systemu jest różna od kwoty pierwotnie mu przydzielonej. Zgodnie z przyjętymi zasadami, każdy podmiot otrzymuje odsetki od posiadanych Specjalnych Praw Ciągnięcia, ale też jednocześnie płaci odsetki od jednostek mu przydzielonych. Stopy procentowe SDR w obu przypadkach są równe. Oznacza to, że w sytuacji pierwotnej – w momencie alokacji, płatności odsetkowe znoszą się wzajemnie. Po wykorzystaniu części posiadanych SDR dochodzi do powstania zobowiązania wobec MFW, a odsetki od przydzielonych Specjalnych Praw Ciągnięcia przewyższają odsetki należne za jednostki aktualnie posiadane. W tej sytuacji uczestnik systemu

płaci oprocentowanie. W odwrotnej sytuacji uczestnicy z nadwyżką otrzymują oprocentowanie.

## Dotychczasowa i przyszła rola SDR

Głównym zadaniem SDR w międzynarodowym systemie walutowym, jak już wielokrotnie podkreślano, jest zwiększanie płynności państw-członków MFW. W tym zastosowaniu SDR jest dodatkową jednostką rozliczeniową używaną, obok tradycyjnych walut – jednostek pieniężnych, do przeprowadzania transakcji międzynarodowych. Posiadając rezerwy w SDR każde państwo ma możliwość rozliczania transakcji z partnerami operującymi w innej walucie niż jego własna. Rola ta jednak ma dosyć małe znaczenie w kontekście wielkości całych rezerw globalnych, co sprawia, że SDR nie odgrywają istotnego znaczenia w światowych rozliczeniach. Ilość SDR nigdy nie przekroczyła 6% wszystkich rezerw światowych. Od momentu drugiej alokacji udział SDR w globalnych rezerwach stale spadał, aż do rozpoczęcia kryzysu w 2007 roku, kiedy osiągnął minimum – 0,5% globalnych rezerw. Obecnie jest ok. 204 mld SDR, co stanowi ok. 5% wszystkich rezerw (Obstfeld 2011). Jednocześnie większość alokowanych środków pozostała na rachunkach państw członkowskich, a tylko niewielka część SDR trafiła na rynek do uprawnionych użytkowników jednostki (Jurek 2011).

SDR znalazły jednak także inne zastosowania. Jednym z nich jest używanie SDR, jako jednostek do księgowania (IMF 1984), ze względu na ich większą odporność na wahania kursowe niż jakiejkolwiek waluty wchodzącej w skład koszyka (Eichengreen 2011). Poza MFW, do organizacji stosujących SDR w swojej księgowości należą m.in.: Arabski Fundusz Walutowy, Islamski Bank Rozwoju czy Azjatycki Bank Rozwoju (IMF 2011).

Kolejną funkcją SDR jest ich wykorzystanie przez państwa rozwijające się jako tańszej, w porównaniu z tradycyjnymi kredytami, metody powiększania swoich rezerw walutowych (UN 2011). SDR umożliwiają wielu państwom członkowskim Funduszu dostęp do aktywów rezerwowych po niższym koszcie niż przy pozyskiwaniu środków na światowych rynkach kapitałowych. Jak zauważają P.B. Clark i J.J. Polak (2003), ogranicza to wrażliwość tych posiadaczy SDR na fluktuację kosztów zaciągania długu, a tym samym zwiększa stabilność całego międzynarodowego systemu walutowego.

Specjalne Prawa Ciągnięcia mają również zastosowanie w międzynarodowym prawie oraz jako denominator kursu walutowego. To pierwsze polega na podawaniu cen, opłat i kar w procedurach prawa międzynarodowego w SDR. Taką formę obliczania powyższych zobowiązań stosują przede wszystkim strony międzynarodowych porozumień i traktatów, m.in. *Montreal Convention* (UN 1999). Druga wymieniona rola SDR jest z kolei bardzo rzadka. Aktualnie

stosowana jest jedynie w Syrii, która ustanowiła regulację kursu swojej waluty – funta syryjskiego – wobec SDR. Decyzja ta wpłynęła na większą transparentność kursu tej waluty, dzięki wykorzystaniu stabilnych i powszechnie uznawanych Specjalnych Praw Ciągnięcia (IMF 2010). Powiązanie przyszłej wspólnej waluty z SDR planowane jest w ramach Rady Współpracy Zatoki Perskiej. Pozwoliłoby to lepiej dostosować ją do warunków gospodarczych partnerów handlowych tej organizacji (Rickards 2015).

Specjalne Prawa Ciągnięcia, zgodnie z założeniami drugiej poprawki do statutu MFW, miały stać się dominującym aktywem rezerwowym na świecie. Współcześnie natomiast ich znaczenie, zarówno jako waluty rezerwowej, międzynarodowej jednostki rozrachunkowej oraz występowanie w innych funkcjach, jak wykazano powyżej, jest niewielkie. W tym kontekście pojawiają się liczne propozycje zmian w ich działaniu, których celem jest poszerzenie roli SDR w międzynarodowym systemie walutowym.

Jedną z najczęściej podnoszonych propozycji reform Specjalnych Praw Ciągnięcia jest powiązanie ich alokacji z finansowaniem na rzecz rozwoju (Aryeetey 2004). Już w najwcześniejszych etapach prac nad utworzeniem tego sztucznego składnika rezerw walutowych – zwłaszcza w latach 70. i 80. XX w. – obecna była koncepcja przydziałów SDR uwzględniających stopień rozwoju państw członkowskich Funduszu. Wówczas kraje rozwijające się, będące członkami grupy G-24, wystosowały swój apel w raporcie pt. *Program działań na rzecz międzynarodowej reformy walutowej*. Rekomendacje raportu zostały poparte przez Zgromadzenie Ogólne ONZ, ale MFW nie osiągnął w tej sprawie porozumienia (Boughton 2001).

Wielokrotnie pojawiały się również propozycje wykorzystania SDR, jako narzędzia umożliwiającego Funduszowi pełnienie funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Specjalne udogodnienia kredytowe MFW na wypadek wystąpienia poważnych kryzysów walutowych mogłyby być finansowane za pomocą jednorazowej alokacji SDR. W jej ramach państwa należące do systemu przekazywałyby swoje udziały na rzecz nowego udogodnienia (Michałowski 2008).

Współcześnie wiele zmian dotyczących SDR postulują Chiny, które upatrują w nich szansę na zakończenie dominacji dolara amerykańskiego, głównie w wyniku obaw o wartość swoich rezerw (Pszczółka 2011). Istotny głos w tej dyskusji zabrał prezes banku centralnego Chin, który zaproponował dywersyfikację rezerw walutowych oraz zmniejszenie ryzyka kursowego, którymi są one obciążone przez zastąpienie dolara amerykańskiego przez SDR (Xiaochuan 2009). Wsunął również wniosek stworzenia funduszu w postaci puli rezerwowej SDR, dzięki któremu możliwa byłaby wymiana walut swobodnie używanych na SDR, co istotnie dałoby szansę jednostce SDR, by stać się jednym z głównych aktywów rezerwowych świata (Jurek 2009). Jednym z ważniejszych postulatów Państwa Środka jest również poszerzenie koszyka walut,



na podstawie którego określany jest kurs SDR do chińskiego juana. Jednak należy zaznaczyć, że waluty wchodzące w jego skład powinny spełniać dwa kryteria – wysoki udział w światowym eksporcie oraz swoboda korzystania. O ile waluta Chin, jako największego eksportera świata, bezsprzecznie spełnia pierwszy z tych warunków, o tyle kwestia swobodnej wymienialności pozostaje „kością niezgody” i stanowiła główną przyczynę nie włączenia juana podczas ostatniej rewizji struktury koszyka. Waluta ta bowiem wciąż nie jest w pełni wymienialna, a chiński rynek finansowy pozostaje nadal zamknięty dla wielu podmiotów. Mimo to wydaje się, że zmiana ta jest nieunikniona i najprawdopodobniej dojdzie do niej w niedługim czasie (Kolany 2015).

Innym postulatem podnoszonym przez Chiny, ale także przez pozostałe państwa BRICS (w szczególności Rosję i Brazylię), jest emisja obligacji i innych papierów wartościowych denominowanych w SDR. Nowa pula aktywów inwestycyjnych w SDR, pozwoliłaby na stworzenie głębszego oraz bardziej płynnego rynku papierów wartościowych (Rickards 2015). Jednocześnie stanowiłaby interesującą ofertę dla inwestorów chcących dywersyfikować swoje portfolio (Hoguet, Tadesse 2011).

Wśród innych istotnych propozycji zmian dotyczących Specjalnych Praw Ciągnięcia warto wyróżnić również zwiększenie częstotliwości i regularności alokacji. Jest to propozycja przedłożona przez tzw. Komisję Stiglitz. Komisja ta zaproponowała również, uwzględnienie kruszcu w strukturze koszyka walut SDR oraz utworzenie izby rozrachunkowej, systemu clearingowego, co zwiększyłoby płynność i przejrzystość rynku, a w konsekwencji również wolumen transakcji z wykorzystaniem SDR (Flor 2010).

Jak podkreślono wcześniej, SDR powinny w niedługiej przyszłości stać się rzeczywiście stabilizatorem rynków walutowych oraz ważną międzynarodową jednostką rezerwową, co zakładano już przy ich tworzeniu. Jednak do spełnienia tej nowej – starej roli potrzebne są zmiany dotyczące dywersyfikacji koszyka walutowego SDR, opartego na najsilniejszych walutach globalnych, tzn. walutach Chin, Indii, Brazylii. Ułatwiłoby to zarządzanie rezerwami, zwalniając z konieczności konstruowania portfela wielowalutowego. Nastąpiłoby również rozszerzenie oddziaływania „nadzwyczajnego przywileju” emitenta waluty międzynarodowej na wszystkie państwa, których waluty tworzyłyby koszyk SDR. Wymagałoby to jednak dostarczenia większej ilości SDR w charakterze rezerw dewizowych na rynki państw wschodzących, zmniejszając ich tendencję do eksportu kapitału do państw – emitentów walut rezerwowych. Nastąpiłoby także uniezależnienie od sytuacji makroekonomicznej i politycznej jednego państwa – Stanów Zjednoczonych (Tchorek, Gromiec, Kuziemska, Nawrot 2011).

W dalszej perspektywie SDR mogłyby nawet przejść funkcję waluty międzynarodowej. Konieczne byłoby jednak, oprócz rozszerzenia koszyka walut i zwiększenia rezerw walutowych w SDR, uelastycznienie emisji SDR, stwo-

rzenie dla nich płynnego rynku, na którym rządy państw i prywatne korporacje mogłyby emitować obligacje nominowane w SDR (Eichengreen 2009). Musiałoby nastąpić również ich wykorzystanie na rynkach prywatnych (np. w fakturowaniu i rozliczaniu handlu), a banki zmuszone były by zaakceptować je jako walutę nominowania depozytów i kredytów.

## Podsumowanie

Specjalne Prawa Ciągnięcia to jedna z najambitniejszych prób rozwiązania problemów związanych z płynnością w międzynarodowym systemie walutowym, w celu jego stabilizacji. Koncepcja globalnego pieniądza rezerwowego ewoluowała i przechodziła liczne modyfikacje od momentu jej wprowadzenia w latach 70. ubiegłego wieku aż do współczesności. Przez cały okres jej funkcjonowania zmieniały się zarówno podejścia do roli SDR, jak i ich znaczenia w międzynarodowym systemie walutowym.

Z perspektywy czasu, wielu ekonomistów, a wśród nich: M.D. Bordo, H. James, P. Davidson, B. Eichengreen, J. Sachs, J. Stiglitz, J. Williamson, jest jednak zgodnych, że jednostka ta nie spełniła pokładanych w niej oczekiwań. Specjalne Prawa Ciągnięcia nie stanowią istotnej części aktywów rezerwowych w międzynarodowym systemie walutowym, a ich alternatywne zastosowania wciąż występują w ograniczonym zakresie. Emitowane w sytuacji zagrożenia stabilności, pozwalają na uzupełnienie rezerw walutowych danego państwa jedynie, gdy zaistnieje taka potrzeba.

Niemniej jednak, nie można postawić tezy, że cały projekt dotyczący Specjalnych Praw Ciągnięcia można uznać za porażkę. SDR przyczyniły się bowiem do zwiększenia międzynarodowej stabilności finansowej, a ostatnia alokacja była jednym z czynników wymiennie łagodzących reperkusje współczesnego kryzysu. Jednocześnie emisja ta stanowiła dobry przykład współpracy międzynarodowej na rzecz stabilności gospodarczej oraz solidną bazę instytucjonalno-funkcjonalną do dalszych reform.

Zaproponowane reformy mają na celu przede wszystkim wynieść SDR do roli światowego środka rezerwowego, co było zresztą pierwotnym priorytetem. Zwiększenie częstotliwości alokacji, powiązanie ich z finansowaniem na rzecz rozwoju, rozszerzenie koszyka walut czy emisja papierów wartościowych denominowanych w SDR, to tylko niektóre z postulowanych zmian. Niewątpliwie na przebieg tych procesów będą wpływać stanowiska oraz interesy państw, które są współcześnie głównymi podmiotami międzynarodowego systemu walutowego, a podczas kryzysu, jak miało to miejsce po 2007 roku, stawały się w końcu zbieżne. Zwiększenie rangi SDR jest niezwykle ważne ze względu na potrzebę wzmocnienia nadzoru sprawowanego przez MFW oraz udostępnienie mu łatwiejszego dostępu do finansowania działalności. Wpłynęłoby to na efek-

tywniejsze zarządzanie płynnością międzynarodową, a co jest z tym związane – stabilność całego międzynarodowego systemu walutowego.

## Bibliografia

- Aryeetey E. (2004), *A Development-focused Allocation of the Special Drawing Rights*, „WIDER Discussion Paper”, No. 3, UNU, Helsinki.
- Bilski J. (2006), *Międzynarodowy System Walutowy*, PWE, Warszawa.
- Bird G. (2003), *The IMF and the Future. Issues and options facing the Fund*, Routledge, London.
- Bolton-Shaw N. (2013), *It's the IMF Planning to Replace Dollars with SDRs?*, <http://www.globalspeculations.com/2013/03/is-the-imf-planning-to-replace-dollars-with-sdrs-2> [dostęp: 04.06.2015].
- Boughton J. M. (2001), *Silent revolution: the International Monetary Fund, 1979–1989*, IMF, Washington, D.C.
- Clark P.B., Polak J.J. (2002), *International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System*, “Working Paper”, No. WP/02/217, IMF, Washington, D.C.
- Coats W. (1992), *Developing a Market for the Official SDR*, (w:) Efforos R.C. (ed.), *Current Legal Issues Affecting Central Banks*, IMF, Washington, D.C.
- Cooper S.K., Fraser D.R., Uselton G.C. (1985), *Money, the financial system and economic policy*, Addison-Wesley Publishing Company, Boston.
- Eichengreen B. (2009), *The Dollar Dilemma: The World's Currency Faces Competition*, „Foreign Affairs”, Vol. 88, Council on Foreign Affairs, New York.
- Eichengreen B. (2011), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press, Oxford.
- Flor E. (2010), *The Debate about the SDR as a Global Reserve Currency and SDR Denominated Securities*, Centro Studi sul Federalismo, <http://www.federalist-debate.org/index.php/current/item/115-the-debate-about-the-sdr-as-a-global-reserve-currency-and-sdr-denominated-securities> [dostęp: 30.05.2015].
- Gąsiorowski P., Frankiewicz D., Grotte M., Życieńska A. (2012), *Międzynarodowy Fundusz Walutowy w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, NBP, [http://www.nbp.pl/badania/seminaria\\_files/20xi2012.pdf](http://www.nbp.pl/badania/seminaria_files/20xi2012.pdf) [dostęp: 01.06.2015].
- Hoguet G., Tadesse S. (2011), *The role of SDR – denominated securities in official and private portfolios*, BIS, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap58h.pdf> [dostęp: 30.05.2015].
- IMF (1984), *Annual Report 1984*, Washington, D.C.
- IMF (2001a), *SDR Allocation in the Eight Basic Period – Basic Considerations*, Prepared by the Research and Treasurer's Departments in consultation with other Departments, <https://www.imf.org/external/np/tre/2001/111601.pdf> [dostęp: 01.06.2015].

- IMF (2001b), *Financial Organization and Operations of the IMF*, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pam/pam45/pdf/chap1.pdf> [dostęp: 01.06.2015].
- IMF (2010), *IMF Executive Board Concludes 2009 Article IV Consultation with the Syrian Arab Republic*, Washington, D.C.
- IMF (2011), *Enhancing International Monetary Stability – A role of the SDR?*, IMF, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/010711.pdf> [dostęp: 01.06.2015].
- IMF (2015), *Special Drawing Rights (SDRs)*, IMF, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm> [dostęp: 04.06.2015].
- Jurek M. (2009), *Czy jednostka SDR może stać się pieniądzem międzynarodowym*, <http://www.konferencja.edu.pl/Files/ConfXV/Reports/PDF/Jurek%20Michal%20-%20Czy%20jednostka%20SDR%20moze%20stac%20sie%20pieniadzem%20międzynarodowym.pdf> [dostęp: 01.06.2015].
- Jurek M. (2011), *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań.
- Kaczmarek T.T. (2011), *Potrzeba pilnego zreformowania międzynarodowego systemu walutowego – Palais Royal Initiative 2011. Przyczynek do międzynarodowej dyskusji*, [http://www.kaczmarek.waw.pl/wp-content/uploads/2011/06/regulacja\\_deregulacja.pdf](http://www.kaczmarek.waw.pl/wp-content/uploads/2011/06/regulacja_deregulacja.pdf) [dostęp: 30.05.2015].
- Kolany K. (2015), *Czy juan, SDR i złoto wyznaczą nowy ład monetarny?*, Bankier.pl, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Czy-juan-SDR-i-zloto-wyznacza-nowy-lad-monetarny-7239900.html> [dostęp: 30.05.2015].
- Lastra R.M. (2006), *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford University Press, New York.
- Mateos y Lago I., Dutttagupta R., Goyal R. (2009), *The Debate on the International Monetary System*, IMF, Washington, D.C.
- Michałowski T. (2008), *Specjalne Prawa Ciągnięcia w międzynarodowym systemie walutowym*, w: Żołądkiewicz K. (red.), *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne na przełomie XX/XXI wieku*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot.
- Obstfeld M. (2011), *The SDR as an International Reserve Asset: What future?*, International Growth Center, London.
- Podolski B. (2010), *Skąd się biorą kryzysy*, Fijor Publishing, Chicago – Warszawa.
- Pszczółka I. (2011), *Współczesne waluty międzynarodowe*, CeDeWu, Warszawa.
- Rickards J. (2015), *Śmierć pieniądza. Nadchodzący upadek międzynarodowego systemu walutowego*, HELION, Gliwice.
- Tchorek G., Gromiec Z., Kuziemska K., Nawrot M. (2011), *Wybrane aspekty przemian w międzynarodowym systemie walutowym*, „Studia Europejskie” nr 2, Uniwersytet Warszawski, Warszawa.
- UN (1999), *Convention for the Unification of Certain Rules for International Carriage by Air*, New York.
- UN (2011), *High-level Panel on Financing for Development – Recommendations & Technical Report*, New York.

- Valdez S. (2007), *An Introduction to Global Financial Markets*, Palgrave Macmillan, New York.
- Vreeland J.R. (2007), *The International Monetary Fund. Politics of Conditional Lending*, Routledge, London – New York.
- Wilkie C. (2012), *Special Drawing Rights. The First International Money*, Oxford University, Press Inc., New York.
- Williamson J. (2009), *Understanding Special Rights (SDR's)*, “Policy Brief”, No. 9/11, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Xiaochuan Z. (2009), *Reform the international monetary system*, “BIS Review”, No 41, BIS, Basel.
- Zattler J. (2010), *A Possible New Role for Special Drawing Rights in and Beyond the Global Monetary System*, (w:) Dullien D., Kotte D.J., Márquez A., Priewe J. (eds.), *The Financial and Economic Crisis of 2008–2009 and Developing Countries*, United Nations Pub., New York.
- Żuchowska D. (2012), *Ewolucja współczesnego międzynarodowego systemu walutowego*, „Ekonomia i Prawo”, tom X, nr 3.

## The Old – New Role of SDR in the International Monetary System

### Summary

An aim of the paper is to diagnose the need to create and the essence of SDR as well as, having in mind the present drawbacks of the international monetary system, an attempt to answer the question of their role in the future. In her studies, the author applied the methods of descriptive and comparative analysis and synthesis. They were carried out on the basis of official documents of the IMF, UN as well as the subject business literature. She applied the conceptual apparatus typical for research in the area of international finance and economics.

The carried out studies show that the contemporary crisis has caused the change of the policy of the IMF and its members concerning SDR, being for many years in the state of hibernation. In the years to come, therefore, one may observe further improvements in their functioning whose task is to expand the range of SDR applications, their share in the global reserves as well as the volume of transactions with the use thereof. This allows for an optimistic look at the future of SDR which, having all the IMF members committed, may finally gain the importance envisaged for them initially. The article is of the research nature.

**Key words:** SDR, IMF, international liquidity, foreign currency reserves, international currency system.

**JEL codes:** E52, F33, F53

Artykuł nadesłany do redakcji w lipcu 2015 roku.

© All rights reserved

Afiliacja:

dr hab. Magdalena Proczek

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Kolegium Ekonomiczno-Społeczne

Katedra Unii Europejskiej im. Jeana Monneta

ul. Wiśniowa 41, pok. 65, 66

02-520 Warszawa

tel.: 693 999 600

e-mail: [mprocz@sgh.waw.pl](mailto:mprocz@sgh.waw.pl)