

Ekonomia

Stabilność międzynarodowego systemu walutowego

Problemy i kierunki reformy

Joanna Bogotębska



Stabilność międzynarodowego systemu walutowego

Problemy i kierunki reformy



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Ekonomia

Stabilność międzynarodowego systemu walutowego

Problemy i kierunki reformy

Joanna Bogotębska



**WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO**

Łódź 2020

Joanna Bogołębska – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Gospodarki Międzynarodowej, Katedra Biznesu i Handlu Międzynarodowego
90-255 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENT

Sylvia Pangszy-Kania

REDAKTOR INICJUJĄCY

Beata Koźniewska

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Aleksandra Kielczykowska

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

KOREKTA TECHNICZNA

Leonora Gralka

PROJEKT OKŁADKI

Agencja Reklamowa efectoro.pl

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/ISergey

© Copyright by Joanna Bogołębska, Łódź 2020

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.09450.19.0.M

Ark. wyd. 9,5; ark. druk. 10,125

ISBN 978-83-8220-103-1

e-ISBN 978-83-8220-104-8

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. 42 665 58 63

Spis treści

Wstęp	9
Rozdział I	
Pojęcie stabilności międzynarodowego systemu walutowego. Źródła i symptomy niestabilności	13
1. Ewolucja pojęcia międzynarodowego systemu walutowego i jego funkcji	13
2. Pojęcie stabilności msw	16
2.1. Stabilność finansowa – zakres i różnorodność pojęcia	16
2.2. Sprawność msw	17
3. Źródła niestabilności msw	18
3.1. Czynniki zwiększające niestabilność msw (msf)	18
3.2. Systemowe źródła niestabilności msw	19
3.2.1. Centralna rola USD w systemie	19
3.2.2. Asymetria dostosowawcza	26
3.3. Niesystemowe źródła niestabilności msw	28
4. Symptomy niestabilności współczesnego msw	32
4.1. Zmienność przepływów kapitałowych	32
4.2. Akumulacja rezerw walutowych	33
4.2.1. Motywy, poziom i dynamika akumulacji rezerw walutowych	33
4.2.2. Implikacje polityki akumulacji rezerw walutowych	36
4.3. Nierównowagi globalne	40
4.3.1. Pojęcie nierównowag globalnych	40
4.3.2. Kształtowanie się nierównowag globalnych	42
5. Paradoks Triffina II	47
Rozdział II	
Kreacja płynności międzynarodowej	51
1. Ewolucja pojęcia i źródła płynności międzynarodowej	51
2. Uwarunkowania podaży płynności międzynarodowej i jej zmienność	54
3. Waluta międzynarodowa	55

6 Spis treści

3.1. Ewolucja pojęcia waluty międzynarodowej i percepcji procesów internacjonalizacji	55
3.2. Waluty międzynarodowe we współczesnym systemie wielodewizowym	60
3.3. SDR w roli waluty międzynarodowej	66
4. Aktywa bezpieczne	68
4.1. Pojęcie i uwarunkowania podaży aktywów bezpiecznych	68
4.2. Niedobór aktywów bezpiecznych a stabilność msw i msf	73
5. Kierunki reformy globalnego systemu rezerwowego	76
5.1. Alternatywne rozwiązania dotyczące podaży waluty międzynarodowej	76
5.2. System prawdziwie wielodewizowy	78
5.3. Kreacja ponadnarodowej waluty papierowej	80
5.4. System oparty na SDR	81

Rozdział III

Globalna Sieć Bezpieczeństwa Finansowego (GFSN) jako mechanizm stabilizowania międzynarodowego systemu walutowego i finansowego. Alokacja płynności międzynarodowej w zarządzaniu kryzysami płynnościowymi 87

1. Zasadność i uwarunkowania budowy sprawnego systemu alokacji płynności międzynarodowej	87
2. GFSN i jej elementy	89
3. Koncepcja międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji (ILOLR) – ewolucja pojęcia i dylematy realizacji funkcji	94
4. Instrumenty alokacji płynności międzynarodowej	98
4.1. Rola regionalnych porozumień finansowych w alokacji płynności	98
4.2. Linie swapowe	102
4.2.1. Współpraca banków centralnych w alokacji płynności międzynarodowej	102
4.2.2. Doświadczenia kryzysu finansowego (2007–2010) z wykorzystaniem linii swapowych	103
4.2.3. Ograniczenia porozumień swapowych w alokacji płynności dewizowej	108
4.2.4. Potencjalne kierunki wzmacniania roli linii swapowych w alokacji płynności dewizowej	112
4.3. MFW jako dostawca <i>emergency financing</i>	114

Rozdział IV

Działania koordynacyjne i regulacyjne w msw. Instytucjonalne aspekty *governance* i nadzoru nad msw 119

1. Procesy koordynacji w gospodarce globalnej	119
1.1. Multilateralizm i regionalizm jako płaszczyzny stabilizowania msw	119
1.2. Rola instytucji w procesach koordynacji polityk makroekonomicznych	121
1.3. Zasadność, uwarunkowania i obszary koordynacji polityk makroekonomicznych	124
2. Reżimy kursowe i koordynacja polityk kursowych	127
3. Zarządzanie przepływami kapitałowymi	130

3.1. Uzasadnienie i problem efektywności zarządzania przepływami kapitału	130
3.2. Polityka zarządzania przepływami kapitałowymi – pokryzysowe doświadczenia i perspektywy	133
4. Alternatywne propozycje reformy mechanizmu dostosowawczego	136
5. Instytucjonalne aspekty sprawowania <i>governance</i> nad msw	141
Zakończenie	145
Bibliografia	149
Spis rysunków	159
Spis tabel	161

Wstęp

Międzynarodowy system walutowy (msw) i jego stabilność stanowią centrum finansów międzynarodowych.

Wadliwość mechanizmów msw jest immanentną cechą każdego z dotychczasowych etapów jego ewolucji (systemu waluty złotej, z Bretton Woods, wielodewizowego). Świadomość wad (wynikających zarówno z błędów konstrukcyjnych, jak i z ewolucji gospodarki w toku funkcjonowania systemu walutowego) skłaniała każdorazowo do prób reformowania zasad systemu. Historycznie przykładami podobnych działań były plany restauracji waluty złotej czy zwiększenia płynności międzynarodowej poprzez kreację SDR w ramach systemu walutowego z Bretton Woods. Co ciekawe, wzrost postulatów odnośnie do reformowania msw pojawiał się regularnie w czasach kryzysów i przeobrażeń dokonujących się w gospodarce światowej.

Świadomość wadliwości współczesnego wielodewizowego systemu walutowego pogłębia się od lat 90., a rozbudziła ją postępująca globalizacja i integracja finansowa, transformująca go w *non-system*, objawiający się wzrostem niestabilności. Duża zmienność kursów, powtarzające się kryzysy walutowe, zadłużenie i finansowe, akumulacja rezerw walutowych oraz zablokowanie mechanizmów dostosowawczych w nierównowagach zewnętrznych należą do najbardziej oczywistych symptomów niestabilności.

Współczesne koncepcje reformowania msw zaczęły się pojawiać pod koniec lat 90., miały formę luźnych inspiracji teoretycznych i niewiążących rekomendacji. Czynnikiem dodatkowo zachęcającym do planowania reformy msw było powstanie unii walutowej w ramach Unii Europejskiej i wyłonienie się nowej waluty, euro.

Pierwszym istotnym krokiem świadczącym o podejmowaniu realnych prób reformowania msw były działania zmierzające do koordynacji polityk makroekonomicznych w skali globalnej (2006 r.), podjęte wobec narastających nierównowag globalnych. Działania te jednak nie przyniosły istotnych rezultatów.

Dopiero globalny kryzys finansowy z 2007 r. zwrócił uwagę na potrzebę gruntownej reformy msw. Pojawiły się liczne koncepcje kierunków reformy, formułowane przez międzynarodowe instytucje i ośrodki badawcze. Do najważniejszych

z nich należą: propozycja zgłoszona przez gubernatora Banku Centralnego Chin (Z. Xiaochuan, 2009), raport opracowany przez Komisję Ekspertów ONZ ds. Reform Międzynarodowego Systemu Walutowego i Finansowego pod kierownictwem J. Stiglitz (potocznie zwany Raportem Komisji Stiglitz, United Nations, 2009), raport międzyrządowego badawczego think-tanku The South Centre, skupionego wokół krajów rozwijających się (Y. Akyüz, 2010), raport opracowany przez byłych przedstawicieli krajowych (ministrów finansów, prezesów banków centralnych) i międzynarodowych instytucji pod przewodnictwem M. Camdessus, A. Lamfalussy'ego i T. Padoa-Schioppa (Palais-Royal Initiative, 2011). Istotny głos w dyskusji zabierał wielokrotnie Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) (I. Lago i in., 2009; Global Financial Stability Reports; External Sector Reports).

Po globalnym kryzysie finansowym, w przeciwieństwie do podjętych wysiłków zmierzających do wzmocnienia regulacji w systemie finansowym, reformowanie msw odbywało się jednak w ograniczonym stopniu, a potrzeba gruntownej przebudowy nie weszła do agendy grupy G20 ani MFW. Można powiedzieć, że – mimo intensywności dyskusji, czasami prezentującej bardzo odważne, dalekosiężne koncepcje – zakres działań reformatorskich był skromny, a nawet zachowawczy.

Do najistotniejszych elementów podejmowanej wówczas reformy należą: największa w historii dodatkowa alokacja SDR (2009), wprowadzenie nowych instrumentów prewencyjnego wsparcia płynnościowego ze strony MFW, wdrożenie procesu oceny polityk makroekonomicznych (MAP) przez G20 (2009), debata na temat zarządzania rachunkiem kapitałowym, która umożliwiła wprowadzanie restrykcji w przepływach kapitałowych (2012).

Celem prezentowanej monografii jest wskazanie źródeł i implikacji niestabilności msw oraz proponowanych kierunków reformy – zarówno w warstwie *stricte* teoretycznej, jak i praktycznej. Diagnozując problemy i analizując niezbędne obszary reformy msw, oparto się na oficjalnych raportach i analizach instytucji międzynarodowych (MFW, United Nations) oraz tych opracowywanych przez ośrodki badawcze i przedstawicieli instytucji skupionych w nieformalnych gremiach badawczych (South Centre, Palais-Royal Initiative), a także na dyskusjach i publikacjach głównych specjalistów w tym zakresie. W pracy przedstawiono, skrajnie czasem, poglądy odnośnie do kierunków reformowania poszczególnych elementów msw, argumenty przemawiające za konkretnym rozwiązaniem oraz poddające je krytyce.

Prezentowana monografia składa się z czterech rozdziałów.

W rozdziale I przedstawiono pojęcie stabilności msw, zidentyfikowano systemowe i niesystemowe źródła niestabilności oraz scharakteryzowano zjawiska będące jej symptomami. Jako że poszczególne elementy funkcjonowania msw są ze sobą powiązane i istnieje między nimi współzależność (np. mechanizmy kreacji pieniądza światowego wpływają na procesy dostosowawcze), są one prezentowane nieraz z różnych perspektyw, a prowadzone rozważania się uzupełniają. Rozdzia-

ły II–IV poświęcone zostały analizie komponentów msw oraz uwarunkowaniom i potencjalnym kierunkom jego reformowania.

W rozdziale II zaprezentowano problem kreacji płynności międzynarodowej jako kluczowego mechanizmu rzutującego na stabilność msw. W tym celu przybliżono pojęcia waluty międzynarodowej i aktywów bezpiecznych jako czynników, na których opiera się kreacja i transfer płynności międzynarodowej, oraz wskazano propozycje reformowania podaży tej płynności (podaży waluty międzynarodowej i aktywów bezpiecznych), a także mechanizmy oddziaływania na popyt na płynność (np. poprzez identyfikację czynników dekulacji rezerw).

Rozdział III koncentruje się na Globalnej Sieci Bezpieczeństwa Finansowego (GFSN) jako elemencie międzynarodowej architektury finansowej, pojęciu funkcjonującym w finansach międzynarodowych od stosunkowo niedawna, a w dużej mierze tożsamym z dobrze osadzonym w teorii finansów pojęciem (międzynarodowego) pożyczkodawcy ostatniej instancji. Zaprezentowano elementy składowe GFSN oraz zidentyfikowano trudności jej optymalnej konstrukcji. Wskazano na główny nurt w dyskusji, mianowicie czy GFSN posiada wystarczające zasoby finansowe, aby zapewnić globalną stabilność, a jeśli nie, to w jaki sposób może ją mobilizować, kreować. W tym celu przybliżono alternatywne instrumenty alokacji płynności międzynarodowej, takie jak linie swapowe, mechanizmy wsparcia płynnościowego będące w dyspozycji MFW, instrumenty dostępne na poziomie regionalnym. Rozważania koncentrują się na wskazaniu natury powiązań między instrumentami funkcjonującymi w ramach sieci (komplementarność versus substytucyjność), płaszczyznami ich alokowania (multilateralizm versus regionalizm) oraz podmiotami odpowiedzialnymi za ich dostarczenie (banki centralne versus międzynarodowe instytucje finansowe).

W rozdziale IV podjęto próbę syntetycznej analizy tych obszarów działania msw, w których podejmowane są – lub mogłyby zostać podjęte – działania koordynacyjne i regulacyjne pozwalające zapewnić jego stabilność. Należą do nich zarządzanie politykami kursowymi i przepływami kapitałowymi oraz niwelowanie asymetrii dostosowawczej w msw. W rozdziale tym naświetlono także problem nadzoru nad msw i odpowiedzialności instytucjonalnej za jego stabilność.

Rozdział I

Pojęcie stabilności międzynarodowego systemu walutowego Źródła i symptomy niestabilności

1. Ewolucja pojęcia międzynarodowego systemu walutowego i jego funkcji

Pojęcie międzynarodowego systemu walutowego (msw) ewoluowało wraz z przekształceniami zachodzącymi w globalnej gospodarce. W ujęciu tradycyjnym msw rozumiany był jako zasady i rozwiązania instytucjonalne regulujące płatności w stosunkach międzynarodowych. Współcześnie widoczna jest różnorodność przyjmowanych definicji oraz elementów składowych msw.

E. Farhi i in. definiują msw jako zespół reguł, zasad i instytucji, które określają sposób prowadzenia polityk pieniężnych i ich koordynację (lub brak koordynacji), ustanawiania kursów walutowych i dostarczania międzynarodowej płynności. Badacze podkreślają, że pojęcie to jest silnie związane z międzynarodowym systemem finansowym (msf), którego funkcjonowanie zależy od zasad, zgodnie z którymi następuje dostarczanie płynności¹. Międzynarodowy system finansowy określany jest najczęściej jako warunki dotyczące pośrednictwa finansowego w relacjach między różnymi krajami. Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) traktuje oba systemy łącznie, używając określenia „międzynarodowy system walutowy i finansowy” (International Monetary and Financial System – IMFS). W ujęciu BIS system ten obejmuje zasady dokonywania płatności w sferze towarów, usług i instrumentów finansowych między krajami². Jednocześnie BIS wyodrębnia cztery elementy tak rozumianego systemu dualnego.

1 E. Farhi, P.-O. Gourinchas, H. Rey, *Reforming the international monetary system*, Centre for Economic Policy Research, London 2011.

2 Bank for International Settlements, *The international monetary and financial system*, BIS 85th Annual Report, 2015.

Tabela 1. Elementy międzynarodowego systemu walutowego i finansowego w okresie Bretton Woods i współcześnie

Element IMFS	System z Bretton Woods	System współczesny
Kotwica monetarna	Zewnętrzna: w ostatecznym ujęciu złoto	Wewnętrzna: cele krajowe (np. stabilność cen)
Kursy walutowe	Stałe, ale dostosowywane okresowo	Hybrydowe (w centrum systemu płynne)
Waluta kluczowa	De facto: USD	Dominacja USD (mniejsza wyłączość)
Mobilność kapitału	Ograniczona	Hybrydowa (brak restrykcji w centrum)

Źródło: Bank for International Settlements, *The international monetary and financial system*, BIS 85th Annual Report, 2015.

Również w opracowaniu E. Farhiego i M. Maggioriego msw definiowane jest poprzez wyodrębnienie kluczowych elementów systemu, do których zaliczono:

- reżimy kursowe,
- architekturę finansową: instytucje międzynarodowe (Bank Światowy, MFW), pożyczkodawcę ostatejnej instancji, porozumienia dotyczące podziału ryzyka (*risk-sharing agreements*), np. linie swapowe,
- dostarczanie i wykorzystanie międzynarodowych aktywów rezerwowych³.

Z kolei dla I. Lago i in. komponentami msw są:

- reżimy kursowe (w tym porozumienia dotyczące zasad interwencji),
- przepływy kapitałowe,
- globalne procesy dostosowawcze⁴.

E. Dorrucci i J. McKay definiują msw jako dualne współistnienie płaszczyzn.

Tworzą je:

- 1) zespół zasad, reguł i instrumentów określających funkcjonowanie takich aspektów jak:
 - podaż płynności międzynarodowej,
 - dostosowania zewnętrzne,
 - reżimy kursowe i przepływy kapitałowe,
 - globalne, regionalne i bilateralne porozumienia dotyczące nadzoru i kontroli,
 - instrumenty zapobiegania kryzysom i rozwiązywania ich.
- 2) środowisko gospodarcze, instytucjonalne i polityczne, które obejmuje np. system wolnego handlu, stopień gospodarczej dominacji jednego lub kilku krajów nad pozostałymi („centrum” systemu), powiązania między kra-

³ E. Farhi, M. Maggiori, *A model of international monetary system*, „The Quarterly Journal of Economics” 2018, vol. 133, no. 1.

⁴ I. Lago, R. Dutttagupta, R. Goyal, *The debate on the international monetary system*, „IMF Staff Position Note” 2009, SPN/09/26.

jami będącymi na różnym poziomie rozwoju gospodarczego, kombinację ustanowionych zasad i dyskrecjonalności reguł kształtujących środowisko (*rules versus discretion*)⁵.

Obie płaszczyzny msw, łącznie, wpływają na zdolność do dostarczania dwóch fundamentalnych globalnych dóbr publicznych: międzynarodowej waluty (walut) oraz zewnętrznej stabilności. Właśnie położenie nacisku na zdolność systemu do dostarczania dóbr publicznych, co – zdaniem autorów – jest jednocześnie miarą jego skuteczności, stanowi innowacyjny element definicyjny pojęcia msw⁶.

Podmioty sektora prywatnego i publicznego z różnych krajów mogą współpracować w sferze gospodarczej i finansowej dzięki wykorzystywaniu międzynarodowej waluty (walut) w funkcji pieniądza (jako środek płatności, przechowywania wartości, miernik wartości). Zewnętrzna stabilność jako globalne dobro publiczne odnosi się do takiej konstelacji międzynarodowych powiązań w sferze realnej i finansowej (kształtowania się rachunków obrotów bieżących i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej), która byłaby trwała (*sustainable*), a więc nie generowałaby ryzyka kosztownych dostosowań z jego negatywnymi skutkami w postaci gwałtownych korekt kursów walutowych, cen aktywów, spadku produkcji i zatrudnienia.

Oba elementy, zdaniem E. Dorruciego i J. McKay, spełniają definicję globalnego dobra publicznego, ponieważ na poziomie globalnym:

- nie rywalizują ze sobą („konsumpcja” tego dobra w jednym kraju nie redukuje jego dostępności w drugim);
- nie mają zdolności pomijania (niemożliwe jest wyłączenie z „konsumpcji” tego dobra, niezależnie od tego, czy dany konsument przyczynił się do tego, czy nie).

Powyższe właściwości powodują, że funkcjonowaniu msw towarzyszy problem „jazdy na gapę” (*free-rider problem*). Prowadzi on do niedostatecznego dostarczenia dobra publicznego, gdyż nie tworzy do tego bodźców (korzyść dla dostarczającego może być niższa niż koszt dostarczenia dobra). W konsekwencji, gdy msw funkcjonuje właściwie, wszystkie kraje korzystają, ale gdy funkcjonuje wadliwie, wszystkie kraje mogą ponosić koszty.

United Nations podkreśla w swoim raporcie, że główną funkcją msw jest przyczynianie się do globalnej stabilności makroekonomicznej i finansowej. Cel ten jest osiągany poprzez: utrzymanie zrównoważonych relacji kursowych, zapewnienie

5 E. Dorrucio, J. McKay, *The international monetary system after the financial crisis*, „ECB Occasional Paper Series” 2011, no. 123.

6 Autorzy przytaczanej definicji przyznają jednak, że w literaturze dotyczącej msw podobnie użyte pojęcie dóbr publicznych zastosowali wcześniej M. Camdessus (*International financial and monetary stability: a global public good?*, remarks at the IMF/Research Conference „Key issues in reform of the international monetary and financial system”, May 1999) oraz B. Eichengreen (*Hegemonic stability theories of the international monetary system*, „NBER Working Papers” 1987, no. 2193).

stabilnych pozycji zewnętrznych, dostarczanie odpowiedniej ilości płynności międzynarodowej oraz umożliwienie procesów dostosowawczych do szoków zewnętrznych⁷. Z kolei P.-O. Gourinchas podkreśla, że fundamentalną funkcją msw jest alokowanie rzadkich aktywów bezpiecznych (*scarce safe assets*) między krajami⁸.

2. Pojęcie stabilności msw

2.1. Stabilność finansowa – zakres i różnorodność pojęcia

W dyskusji dotyczącej stabilności msw zwraca się uwagę, że pojęcie to jest tożsame ze stabilnością msf, mimo dominującej skłonności do definicyjnego wyodrębniania obu systemów. E. Dorrucchi i J. McKay podkreślają, że systemy te są na tyle ze sobą powiązane, że trudno je od siebie oddzielić, szczególnie gdy analizuje się je pod kątem ich stabilności⁹. W literaturze przedmiotu dość powszechnie uznaje się za tożsame pojęcia stabilności msw i msf przy jednoczesnym braku klarownej ich definicji.

W tym miejscu nasuwa się analogia z pojęciem szerszym, jakim jest stabilność finansowa, w odniesieniu do której stosuje się obszerny zakres definicji.

Stabilność finansową opisuje się jako brak (nieobecność) kryzysów finansowych. Jest to definicja popularna, ale niewątpliwie uproszczona – nie zawsze należy utożsamiać brak stabilności z kryzysem, nie zawsze bowiem jest on efektem niestabilności.

Wśród innych definicji stabilności finansowej można przytoczyć następujące:

- stan, w którym działalność gospodarcza nie jest zakłócana przez znaczące zmiany cen aktywów ani przez problemy instytucji finansowych w wywiązywaniu się z ich zobowiązań (A. Crockett);
- zdrowa sytuacja oraz harmonijne współdziałanie instytucji finansowych w połączeniu z bezpiecznym i przewidywalnym funkcjonowaniem rynków pieniężnych (J.-C. Trichet);
- stan dynamicznej i trwałej równowagi na powiązanych ze sobą rynkach finansowych (J.K. Solarz).

Poprzez analogię do stabilności finansowej za stabilność msw (msf) można uznać stan braku kryzysów (płatniczych, walutowych, zadłużeniowych) oraz stan

7 United Nations, *Trade and Development Report. Making the international architecture work for development* (chapter III: Systemic challenges in the international monetary system), New York and Geneva 2015.

8 P.-O. Gourinchas, *The fundamental structure of the international monetary system*, [w:] *Rules for international monetary stability. Past, present, and future*, eds. M.D. Bordo, J.B. Taylor, Hoover Institution Press, Stanford 2017.

9 E. Dorrucchi, J. McKay, *The international monetary system...*

braku nadmiernych odchyień kursów walutowych i innych cen w obrocie międzynarodowym w powiązaniu z brakiem napięć w funkcjonowaniu instytucji finansowych operujących na globalnych rynkach finansowych.

2.2. Sprawność msw

E. Dorrucchi i J. McKay nie posługują się wprost terminem stabilności msw. Używają zamiast tego pojęcia „sprawny msw”, czyli taki, który pozwala osiągnąć globalną stabilność makroekonomiczną i finansową. W ich rozumieniu sprawny msw charakteryzuje się efektywnością w dostarczaniu dóbr publicznych. Autorzy zaznaczają, że w toku ewolucji msw kluczowym problemem osłabiającym jego sprawność były napięcia (dylematy, konflikty) w zakresie dostarczania dóbr publicznych. Między oboma globalnymi dobrami publicznymi mogą powstawać napięcia widoczne z dwóch perspektyw:

- z perspektywy monetarnej – głównym źródłem płynności globalnej gospodarki jest wzrost należności brutto denominowanych w walutach międzynarodowych. Jednakże nadmierna płynność globalna może osłabiać zaufanie do waluty międzynarodowej, szczególnie jeśli będzie jej towarzyszyła niestabilna polityka wewnętrzna w kraju emitencie waluty międzynarodowej (por. casus paradoksu Triffina);
- z perspektywy bilansu płatniczego – napięcia między „finansowaniem” a „dostosowaniem” deficytu: sukces funkcjonowania msw może zależeć od skłonności inwestorów zagranicznych do finansowania krajów „centrum”, ale także od gotowości pożyczkobiorców (emitentów) do dostosowań, kiedy nierównowaga zewnętrzna staje się trudna do utrzymania. Skłonność krajów do powyższych zachowań zawiera jednocześnie dwa komplementarne elementy. Po pierwsze, każde dostosowanie musi być symetryczne, aby system działał właściwie (gotowości emitenta waluty międzynarodowej do dostosowań musi towarzyszyć gotowość kredytodawcy). Po drugie, jeśli uznamy, że nierównowagi zewnętrzne są odzwierciedleniem nierównowag wewnętrznych, dostosowania zewnętrzne wymagają (czasem bolesnych) dostosowań wewnętrznych.

Zdaniem E. Dorruciego i J. McKay nie ma jednej gotowej recepty na wyeliminowanie napięć w dostarczaniu globalnych dóbr publicznych. W toku ewolucji msw przyjęto rozwiązania kładące nacisk zarówno na dostosowania (ograniczające dostęp do waluty międzynarodowej), jak i na kreację płynności międzynarodowej (redukujące tym samym rolę dostosowań). Potrzeba reformy współczesnego msw wynika właśnie z napięć między dostarczaniem globalnymi dobrami publicznymi, które czynią system mniej sprawnym i stanowiącym zagrożenie dla globalnej stabilności makroekonomicznej i finansowej¹⁰.

10 Por. szerzej na ten temat: E. Dorrucchi, J. McKay, *The international monetary system...*