

Artur Balicki

**Szkoła Główna Handlowa
w Warszawie**

DYLEMAT TRIFFINA WE WSPÓŁCZESNYM MIĘDZYNARODOWYM SYSTEMIE WALUTOWYM

Wprowadzenie

Od czasów II wojny światowej najważniejszą walutą na świecie był amerykański dolar. Posiadał on, i wciąż posiada, status dominującej waluty rezerwowej, czyli waluty, która w otoczeniu międzynarodowym pełni funkcję środka płatniczego, miernika wartości oraz środka wymiany. Najważniejsze towary i surowce, takie jak ropa naftowa, gaz ziemny, złoto czy srebro, wyceniane są w walutach rezerwowych, więc by je kupić, inne kraje zmuszone są do gromadzenia walut rezerwowych. Waluta narodowa tylko wtedy może uzyskać status waluty rezerwowej, gdy kraj ją emitujący cieszy się stabilnym zapleczem politycznym, silną i dobrze funkcjonującą gospodarką oraz dobrze rozwiniętym i płynnym rynkiem finansowym, który zdolny jest do absorpcji dużych ilości pieniądza i na którym nie występują żadne ograniczenia co do jego mobilności¹. Po II wojnie światowej takim krajem były Stany Zjednoczone, które znalazły się w centrum ówczesnego międzynarodowego systemu walutowego, systemu z Bretton Woods.

W 1960 roku doktor Robert Triffin, belgijski ekonomista i wykładowca na Uniwersytecie Harvarda oraz pracownik m.in. Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (Fed), Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) oraz Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), zeznając przed amerykańskim Kongresem ostrzegał, że ówczesny międzynarodowy system walutowy posiada wiele poważnych wad, które doprowadzą do jego upadku². Słowa Triffina okazały się prorocze i system walutowy z Bretton Woods rzeczywiście się załamał.

¹ M. Murphy, W.J. Yuan: *Is China Ready To Challenge The Dollar? Internalization Of The Renminbi And Its Implications For The United States*. A Report of the CSIS Freeman Chair in China Studies. Center For Strategic & International Studies, October 2009, s. 3.

² Wikipedia, www.en.wikipedia.org/wiki/Robert_Triffin, dostęp: 17.05.2012.

1. Tło historyczne oraz przyczyny powstania dylematu Triffina

Nazwa powojennego, międzynarodowego ładu walutowego została zaczerpnięta od nazwy amerykańskiego uzdrowiska Bretton Woods położonego na wschodnim wybrzeżu Stanów Zjednoczonych, w którym w lipcu 1944 roku w hotelu Mount Washington odbyła się międzynarodowa konferencja z udziałem przedstawicieli 44 państw, poświęcona zagadnieniom związanym z zarządzaniem kursami walutowymi i bilansami płatniczymi w powojennym świecie³. System z Bretton Woods powstał z zamiarem opanowania powojennego chaosu i zapewnienia światu stabilizacji gospodarczej i pieniężnej umożliwiającej rozkwit handlu międzynarodowego. Kwestia przywrócenia stabilności walutowej była nader ważnym zagadnieniem dla twórców nowego systemu. Wciąż mieli oni bowiem w pamięci doświadczenia burzliwej dekady lat 30. XX wieku, charakteryzującej się powszechnym występowaniem barier w handlu międzynarodowym i tzw. konkurencyjnymi dewaluacjami, czyli sztucznym zaniżaniem kursu waluty narodowej w celu zwiększenia konkurencyjności własnego eksportu. Polityka ta okazała się wielce nieskuteczna, gdyż partnerzy handlowi w ramach retorsji również dewalutowali swoje waluty. Efektem tych działań była duża zmienność kursów i niepewność na rynku⁴.

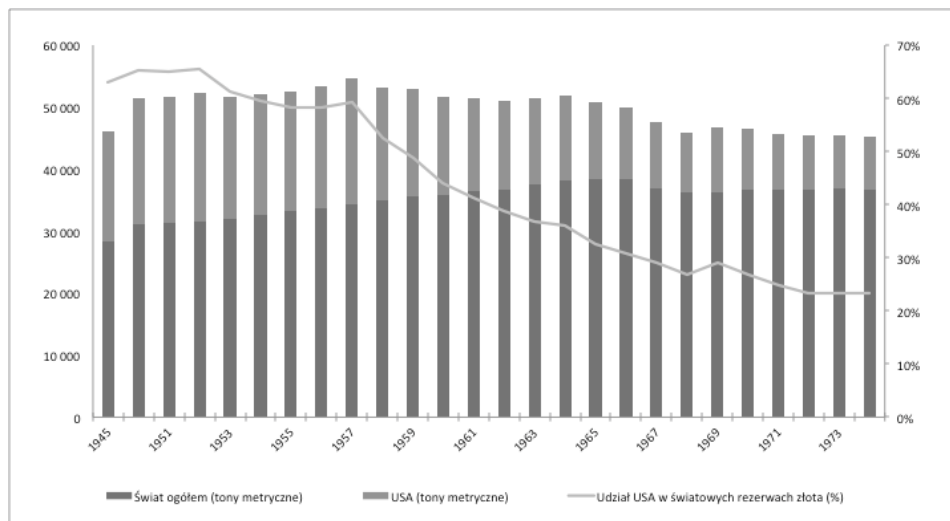
Nowy system walutowy miał przeciwdziałać tym zjawiskom dzięki usztywnieniu wszystkich kursów walut i zapewnieniu odpowiedniej płynności międzynarodowej. W systemie tym centralną pozycję zajmowały Stany Zjednoczone, a dolar stał się główną walutą rezerwową w pełni wymienną na złoto po stałym kursie 35 USD za 1 uncję złota. Pozostałe waluty powiązane były z dolarem sztywnym kursem, z dopuszczalnym przedziałem wahań od ustalonego parytetu o $\pm 1\%$. Mówiąc o płynności międzynarodowej, należy rozumieć podaż pieniądza niezbędnego do rozwoju handlu międzynarodowego, który miał wydzwignąć zniszczoną wojną Europę i Japonię z gospodarczej zapaści. W 1945 roku zmagaly się one z wysoką inflacją, nadmiernym długiem, deficytami handlowymi oraz bardzo uszczuplonymi rezerwami złota i dolarów, które były niezbędne do regulowania płatności z tytułu importu oraz obsługi długu zagranicznego. Na świecie zapanował niedobór złota i dolara (*the dollar gap*). Jediną nadzieją dla gospodarki światowej były Stany Zjednoczone, które okazały się głównym beneficjentem II wojny światowej. W 1947 roku posiadały łącznie niemal 70%⁵ światowych rezerw złota (zob. rys. 1) i były największym wierzycielem na świecie. Oprócz największych rezerw złota generowały również znaczne nadwyżki w bilansie płatniczym oraz nie musiały ponosić ogromnych

³ B. Eichengreen: *Globalizing Capital. A History Of The International Monetary System*. Second Edition. Princeton University Press, Princeton i Oxford, s. 6.

⁴ S.G. Hall, G. Hondroyiannis, P. Swamy, G.S. Tavlás: *Bretton-Woods Systems, Old and New, and the Rotation of Exchange-Rates Regimes*, Working Paper No. 09/15, University of Leicester, September 2009, s. 3-7.

⁵ MFW, www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_dr_01.htm, dostęp: 17.05.2012.

wydatków na odbudowę kraju ze zniszczeń wojennych. Miały zatem finansowy potencjał, aby dostarczyć światu odpowiednią podaż dolarów.



Rys. 1. Rezerwy złota w USA i na świecie w latach 1945-1974

Źródło: T. Green: *Central Bank Gold Reserves. An Historical Perspective Since 1845*. Research Study No. 23. World Gold Council, November 1999, s. 17-19.

W latach 1948-1952 w ramach Europejskiego Programu Odbudowy (*European Recovery Program*), powszechnie znanego również jako plan Marshalla, 16 krajów europejskich otrzymało od Stanów Zjednoczonych pomoc w wysokości 13,6 mld USD⁶. W miarę eskalacji „zimnej wojny”, zwłaszcza gdy USA zaangażowały się w wojnę koreańską w latach 1950-1953, rosły amerykańskie wydatki zbrojeniowe, które dodatkowo zapewniały dopływ dolarów do gospodarki światowej. Dzięki planowi Marshalla oraz amerykańskim wydatkom zbrojeniowym doszło w latach 50. do gospodarczego cudu. Europa odbudowała swój potencjał produkcyjny sprzed wojny już w roku 1950, a Japonia dwa lata później. Znacznie zredukowane zostały deficyty w bilansach płatniczych krajów europejskich. Problem powojennego niedoboru dolara przestał istnieć.

2. Charakterystyka dylematu Triffina

W latach 50. i 60. pojawił się jednak inny problem. Plan Marshalla i wydatki związane z „zimną wojną” spowodowały, iż po 1950 roku Stany Zjedno-

⁶ MFW, www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_dr_03.htm, dostęp: 17.05.2012.

czone zaczęły generować deficyty w bilansie płatniczym. Aż 7 z 8,5 mld USD⁷, które stanowiły wzrost płynności międzynarodowej w latach 50. i które pozwalały gospodarce światowej rosnać w szybkim tempie, należy przypisać deficytom w bilansie płatniczym Stanów Zjednoczonych. Początkowo, gdy amerykańskie rezerwy złota były na odpowiednio wysokim poziomie, nie stanowiło to zagrożenia dla stabilności całego systemu. Jednakże Robert Triffin, obserwując rosnące amerykańskie deficyty stwierdził, że ówczesny system wcale nie gwarantował upragnionej po wojnie stabilności. Jako pierwszy zauważył on, iż dodatkowa płynność w postaci nadpodaży dolarów pociąga za sobą deficyty na rachunku obrotów bieżących w bilansie płatniczym Stanów Zjednoczonych, a w miarę narastania deficytów zwiększa się również suma zobowiązań pieniężnych Stanów Zjednoczonych wobec reszty świata. Miarą tych zobowiązań były rosnące rezerwy dolarowe zagranicznych banków centralnych w Europie i Japonii. Powojenny niedobór dolarów przekształcił się w nadmiar dolarów (*dollar glut*). Nawarstwiający się deficyty oraz wzrost inflacji w USA, który spowodowany był wzmożonymi wydatkami z tytułu wojny w Wietnamie oraz ekspansywną polityką monetarną i fiskalną sprawiły, iż w latach 60. aktywa denominowane w dolarach straciły 40% swojej wartości nabywczej⁸. Zagraniczne banki centralne stopniowo zaczęły tracić zaufanie do dolara i w konsekwencji zaczęły wymieniać swoje rosnące rezerwy dolarowe na amerykańskie zapasy złota. Nie chcąc dopuścić do całkowitej utraty rezerw, prezydent Nixon 15 sierpnia 1971 roku zawiesił wymienialność dolara na złoto. Tym samym system z Bretton Woods przestał istnieć, zupełnie tak jak przewidywał Robert Triffin dekadę wcześniej.

Dylemat, o którym mówił Triffin, przejawiał się zatem w takim oto problemie: kiedy waluta krajowa pełni również funkcję waluty rezerwowej, pojawia się konflikt interesów między krajową i międzynarodową polityką pieniężną. Nadmierna podaż (w stosunku do potrzeb gospodarki krajowej) dolara była niezbędna do tego, by gospodarka światowa mogła się rozwijać. Brak wystarczającej płynności dolarowej wpędziłby świat w recesję. Jednak nadmierna podaż dolara wywołała w Stanach Zjednoczonych inflację, co sprawiło, iż amerykańskie dobra przeznaczone na eksport stały się mniej konkurencyjne. Nadmierna podaż dolara z jednej strony wspomagała gospodarkę światową, zaś z drugiej, szkodziła gospodarce amerykańskiej. Polityka monetarna Stanów Zjednoczonych stała się więc międzynarodową polityką monetarną. Można wysnuć zatem wnioski, iż status waluty rezerwowej oznacza zagrożenie dla suwerenności polityki monetarnej kraju, który jest jej emitentem⁹.

⁷ MFW, www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_dr_05.htm, dostęp: 17.05.2012.

⁸ Europejski Bank Centralny: *The International Monetary System after the Financial Crisis*. Occasional Paper Series No. 123, February 2011, s. 9.

⁹ Investopedia: *How the Triffin Dilemma Affects Countries*, www.investopedia.com/financial-edge/1011/How-The-Triffin-Dilemma-Affects-Currencies.aspx#axzz1vuKHKqOj, dostęp: 20.05.2012.

W szerszym kontekście paradoks Triffina można postrzegać jako konflikt pomiędzy zaufaniem do waluty rezerwowej a stabilnością międzynarodowego systemu walutowego. Chęć posiadania statusu waluty rezerwowej wymagała od Stanów Zjednoczonych akceptacji posiadania deficytów na rachunku bieżącym. Wynika to z faktu, iż reszta świata zgłasza wzmożony popyt na walutę rezerwową, gdyż waluta ta potrzebna jest do przeprowadzania transakcji w handlu międzynarodowym, na przykład do zakupu surowców energetycznych. Nadwyżka popytu nad podażą dolara powoduje jego aprecjację, a więc jednoczesną utratę konkurencyjności amerykańskich towarów i usług. To zaś prowadzi do spadku eksportu (wzrostu importu) i deficytu na rachunku bieżącym, który jest niczym innym, jak zobowiązaniem pieniężnym kraju-emitenta wobec reszty świata. Gdy deficyty osiągają znaczne rozmiary i inwestorzy zagraniczni uważają, że kraj-emitent nie będzie w stanie spłacić swoich zobowiązań, zaufanie do kraju-emitenta i jego waluty spada. W 1966 roku w posiadaniu zagranicznych rządów oraz banków centralnych znajdowało się ponad 14 mld USD. Rezerwy złota Stanów Zjednoczonych wynosiły w tym czasie 13,2 mld USD, z czego tylko 3,2 mld mogło być przeznaczone na spłatę zobowiązań zagranicznych, gdyż reszta potrzebna była na pokrycie krajowej podaży pieniądza¹⁰. W systemie z Bretton Woods, w którym miarą zaufania do dolara i Stanów Zjednoczonych były amerykańskie rezerwy złota, oznaczało to „run” na te rezerwy i destabilizację całego systemu.

Jak się okazało, niemożliwe było połączenie kwestii zapewnienia odpowiedniej płynności międzynarodowej, wiążącej się z deficytami na amerykańskim rachunku bieżącym i oznaczających destabilizację gospodarki amerykańskiej oraz kwestii zaufania do dolara, co wiązałoby się z koniecznością posiadania nadwyżek na rachunku bieżącym Stanów Zjednoczonych i oznaczających światową deflację. Konflikt interesów i upadek systemu z Bretton Woods był nieunikniony.

3. Dylemat Triffina współcześnie

Pomimo iż od upadku systemu z Bretton Woods minęło ponad 40 lat, międzynarodowy system walutowy w dalszym ciągu oparty jest w głównej mierze na dolarze i wciąż istnieje konflikt interesów pomiędzy polityką monetarną Stanów Zjednoczonych a długoterminową stabilnością międzynarodowego systemu walutowego. Choć na międzynarodowej scenie pojawiła się nowa waluta – euro, dolar w dalszym ciągu stanowi niemal dwie trzecie światowych rezerw walutowych (zob. tabela 1). Udział transakcji na rynku walutowym, w których

¹⁰ MFW, www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/sc_sub_3.htm, dostęp: 20.05.2012.

jedną z walut jest dolar, wynosi aż 86%¹¹. Ponadto 66 krajów pośrednio lub bezpośrednio uzależnia kurs swoich walut od kursu dolara („tylko” 27 krajów w stosunku do euro)¹². Dane te pokazują współczesną „siłę rażenia” amerykańskiej waluty.

Tabela 1

Udział poszczególnych walut w światowych rezerwach walutowych
w latach 2000-2010

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dolar amerykański	71,13%	71,51%	67,08%	65,93%	65,95%	66,91%	65,48%	64,13%	64,09%	62,09%	61,73%
Funt szterling	2,75%	2,70%	2,81%	2,77%	3,37%	3,60%	4,38%	4,68%	4,01%	4,26%	3,96%
Jen japoński	6,06%	0,50%	4,35%	3,94%	3,83%	3,58%	3,08%	0,29%	3,13%	2,92%	3,74%
Frank szwajcarski	0,27%	0,28%	0,41%	0,23%	0,17%	0,15%	0,17%	0,16%	0,14%	0,11%	0,10%
Euro	18,29%	19,18%	23,80%	25,19%	24,81%	24,05%	25,09%	26,28%	26,42%	27,56%	25,96%
Inne waluty	1,49%	1,28%	1,55%	1,97%	1,88%	1,72%	0,18%	1,84%	2,21%	3,06%	4,51%

Źródło: MFW: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

Podobnie jak w latach 50. i 60., Stany Zjednoczone generują co roku deficyty na rachunku bieżącym, które w ciągu ostatniej dekady urosły do ogromnych rozmiarów (zob. rys. 2). Pomimo iż współczesny międzynarodowy system walutowy nie jest już oparty na złocie, Stany Zjednoczone w dalszym ciągu są w stanie powiększać swoje zadłużenie zagraniczne, które, mierzone międzynarodową pozycją inwestycyjną netto na koniec 2010 roku, wyniosło niemal 2,5 bln USD¹³. Jest to możliwe dzięki pojawieniu się w globalnym krajobrazie gospodarczym krajów rozwijających się oraz krajów-eksporterów ropy naftowej i gazu, które zgłaszają wzmożony popyt na denominowane w dolarze amerykańskie aktywa.

Jednym z powodów, dla których kraje rozwijające się akumulują rezerwy dolarowe, jest ich proeksportowa strategia rozwoju polegająca na zaniżaniu kursu waluty krajowej w stosunku do dolara. Dzięki tej polityce przemysł eksportowy jest bardziej konkurencyjny, co sprawia, że dany kraj może doświadczać szybszego wzrostu gospodarczego. Produktem ubocznym są rosnące rezerwy dolarowe, które inwestowane są w Stanach Zjednoczonych. W okresie 2003-2010 oficjalne rezerwy walutowe (w przeliczeniu na dolary) krajów rozwijających się wzrosły z 1,3 do 6,5 bln USD¹⁴, z czego około dwóch trzecich zainwestowano w amerykańskie aktywa. Innym powodem, dla którego kraje rozwijające się gromadzą tak duże rezerwy dolarowe, jest obawa o nagły odpływ spekulacyj-

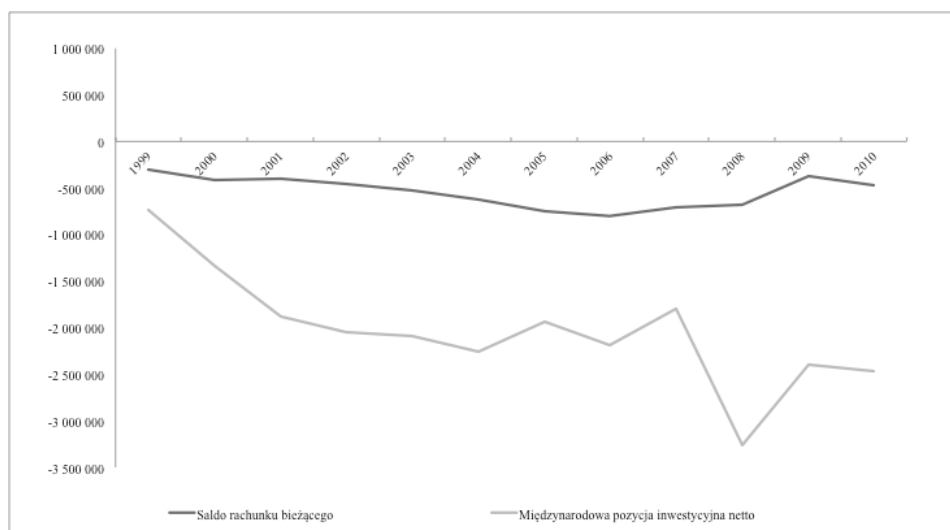
¹¹ Udział procentowy sumuje się do 200%, gdyż w każdej transakcji występują dwie waluty.

¹² R. Dobbs, D. Skilling, W. Hu, S. Lund, J. Manyika, C. Roxburgh: *An exorbitant privilege? Implications of reserve currencies for competitiveness*. Discussion Paper. McKinsey Global Institute, December 2009, s. 14.

¹³ U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, www.bea.gov/newsreleases/international/intinv/2011/intinv10.htm, dostęp: 21.05.2012.

¹⁴ MFW: *World Economic Outlook*, April 2011.

nego kapitału zagranicznego, który mógłby doprowadzić do wybuchu kryzysu finansowego na wzór tego, który miał miejsce w Azji Południowo-Wschodniej w latach 1997-1998. Nie dziwi więc fakt, iż duża część krajów, które gromadzą takie rezerwy, pochodzi właśnie z tego regionu. Natomiast kraje eksportujące ropę naftową i gaz transferują swoje „petrodolary” do Stanów Zjednoczonych, by zainwestować je w relatywnie bezpieczne aktywa amerykańskie. Dolar wciąż postrzegany jest bowiem jako bezpieczna przystań w czasach kryzysu, co, pomimo zawirowań finansowych w samych Stanach Zjednoczonych, dobrze obrazuje rys. 3. Można zauważyć, iż już po wybuchu kryzysu *subprime* w latach 2007-2008 dolar umacniał swoją wartość w stosunku do euro. Zbieżność tę można naturalnie przypisać kryzysowi zadłużeniowemu w strefie euro. Należy jednak pamiętać o tym, że zadłużenie publiczne Stanów Zjednoczonych w relacji do PKB jest większe niż w strefie euro (odpowiednio 100% i 87% w 2011 roku)¹⁵. Pomimo to inwestorzy zagraniczni preferują dolara jako bezpieczną przystań dla swoich inwestycji.



Rys. 2. Saldo na rachunku bieżącym USA oraz międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, 1999-2010 (mln USD)

Źródło: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis. *International Economic Accounts*.

¹⁵ MFW: *World Economic Outlook Database*, September 2011, www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/index.aspx, dostęp: 28.05.2012; Eurostat, www.epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-06022012-AP/EN/2-06022012-AP-EN.PDF, dostęp: 28.05.2012.



Rys. 3. Kurs walutowy EUR/USD, 1999-2012

Źródło: Europejski Bank Centralny, <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>, dostęp: 28.05.2012.

Współczesny dylemat Triffina objawia się tym, iż zwiększony popyt na bezpieczne aktywa denominowane w dolarze powiększa tzw. niebotyczny przywilej (*exorbitant privilege*) związany ze statusem dolara jako globalnej waluty rezerwowej. Chodzi o korzyść z tytułu senioratu, czyli dochodu Fed z tytułu emisji pieniądza, oraz o korzyść w postaci niższych stóp procentowych, które wynikają wprost z dużego popytu, jakim cieszą się amerykańskie aktywa i dolar jako globalna waluta rezerwowa. W ciągu ostatnich kilku lat pozwoliło to Amerykanom płacić od 50 do 60 punktów bazowych mniej za nowo powstały dług¹⁶. Przywilej, jakim cieszą się Stany Zjednoczone, przyczynia się z kolei do nadmiernego zadłużania się amerykańskiego sektora przedsiębiorstw (w okresie do wybuchu spekulacyjnej bańki *dot-com* w 2001 roku), sektora finansowego oraz sektora gospodarstw domowych (w okresie do wybuchu kryzysu *subprime* w 2007-2008 roku) oraz sektora rządowego (w okresie od wybuchu kryzysu *subprime* do dziś)¹⁷. Nadmierne zadłużenie w Stanach Zjednoczonych może ostatecznie podważyć zaufanie zagranicznych posiadaczy amerykańskich aktywów do dolara. Nie będzie to już wątpliwość, czy Stany Zjednoczone będą miały odpowiednią ilość złota, by spłacić wszystkie swoje zobowiązania, ale czy będą miały na tyle duży potencjał fiskalny, aby na bieżąco regulować płatności z tytułu rosnącego zadłużenia. Jeśli tego zaufania zabraknie, to międzynarodowy system walutowy czeka destabilizacja.

¹⁶ R. Dobbs, D. Skilling, W. Hu, S. Lund, J. Manyika, C. Roxburgh: *An exorbitant privilege...*, s. 8.

¹⁷ L. Bini Smaghi: *The Triffin dilemma revisited*, www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111003.en.html, dostęp: 28.05.2012.

Podsumowanie

Współczesny międzynarodowy system walutowy jest zgoła odmienny od tego, który funkcjonował w czasach, kiedy Robert Triffin sformułował swój dylemat. Płynne kursy walut, era pieniądza papierowego (*fiat money*) niemającego jakiegokolwiek zabezpieczenia w złocie, nieskrępowana mobilność kapitału oraz międzynarodowa nadpłynność w postaci ogromnych światowych rezerw walutowych to zupełnie odmienny krajobraz od tego charakteryzującego się sztywnymi kursami walut, rezerwami złota jako zabezpieczeniem podaży waluty krajowej, ograniczoną płynnością międzynarodową i relatywnie niewielką mobilnością kapitału. Niemniej jednak istnieją pewne cechy wspólne obu systemów. Są nimi dominująca pozycja jednej waluty rezerwowej – dolara oraz immanentny brak odporności obu systemów na utratę stabilności. Tak jak przewidywał Triffin cztery dekady wcześniej nie jest możliwe, aby waluta krajowa (niekoniecznie dolar) pełniła funkcję globalnej waluty rezerwowej, gdy występuje brak koordynacji polityki monetarnej i fiskalnej pomiędzy głównymi uczestnikami systemu. Krótkowzroczna perspektywa działań nastawiona na maksymalizację interesów narodowych prędzej czy później prowadzi do utraty zaufania do waluty rezerwowej, co grozi destabilizacją i możliwym rozpadem całego międzynarodowego systemu walutowego.

Należy zatem poszukiwać rozwiązań, które w długiej perspektywie nie będą zagrażać stabilności systemu i które pozwolą na korektę wszelkich nierównowag obecnych w dzisiejszym systemie. Wśród możliwych rozwiązań pojawia się propozycja systemu wielobiegunowego (*multi-polar system*) oraz systemu opartego na jednej walucie ponadnarodowej. Nie jest jednak pewne, czy w systemie wielobiegunowym nie dojdzie do wyłonienia się kolejnej, na wzór dolara, dominującej waluty oraz czy kolejne kraje będą w stanie zaakceptować deficyty w rachunku bieżącym i utratę suwerenności monetarnej w imię posiadania statusu waluty rezerwowej. Nie jest również pewne, czy po wprowadzeniu waluty ponadnarodowej nie dojdzie do jej deprecjacji w stosunku do głównych walut narodowych, co w oczach posiadaczy aktywów denominowanych w tej walucie oznaczałoby utratę jej konkurencyjności jako waluty rezerwowej. Próba zapobieżenia deprecjacji poprzez ograniczenie podaży tej waluty oznaczałaby natomiast, iż waluta ta nie jest w stanie zaspokoić jednej z kluczowych funkcji waluty rezerwowej, czyli zapewnienia odpowiedniej płynności międzynarodowej¹⁸.

Dylemat Triffina, choć liczy już ponad 40 lat, nie stracił nic na swej aktualności. Aby go rozwiązać, niezależnie od tego, czy międzynarodowy system walutowy ewoluuje w kierunku wielobiegunowym, czy w kierunku waluty ponadnarodowej, niezbędna jest międzynarodowa współpraca i koordynacja dzia-

¹⁸ L. Bini Smaghi: Op. cit.

łań na najwyższym możliwym szczeblu, czy to w ramach MFW, czy G20. Brak działań i przedkładanie krótkowzrocznych interesów narodowych ponad długoterminowy interes całego międzynarodowego systemu walutowego może doprowadzić ostatecznie do jego rozpadu i wybuchu kolejnego światowego kryzysu finansowego o skali mogącej znacznie przekroczyć ten z lat 2007-2008, którego skutki odczuwalne są do dziś.

THE TRIFFIN DILEMMA IN THE CONTEMPORARY INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM

Summary

Robert Triffin at the beginning of the 1960s warned that the Bretton Woods system (BWS) was unsustainable due to the inability of the reserve currency issuer to run current account deficit and surplus at the same time. Both were necessary to provide, respectively, international liquidity and trust in the status of the reserve currency. Contradictory character of the dilemma finally led to the collapse of the BWS. Even though the contemporary system is entirely different in nature, the dilemma still applies. Vast accumulation of dollar reserves undermines confidence in the US fiscal capacity to repay its debt. Therefore, it is crucial to promote international cooperation and evolution towards a multipolar system, or system based on one supranational currency.