

POLITYKA I ROZWÓJ GOSPODARCZY POLSKI W UE ocena i perspektywy

**Praca zbiorowa pod redakcją
Sylwii Pangsy-Kania
i Grzegorza Szczodrowskiego**

**Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2005**

Recenzenci
Henryk Ćwikliński
Dainora Grundey
Jan Kaja
Barbara Kryk
Piotr Kuropatwiński

Przewodniczący Komitetu Organizacyjnego
Grzegorz Szczodrowski

Sekretarz Konferencji
Sylvia Pangsy-Kania

Pełnomocnik ds. kontaktów z mediami
Andrzej Poszewiecki

Webmaster
Elżbieta Pankau

© Copyright by Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 83-89786-29-X

Druk i skład:
Zakład Poligrafii Fundacji Rozwoju UG
81-824 Sopot, ul. Armii Krajowej 119/121
tel./fax: (0-58) 551-05-32

MAGDALENA DYNUS

EURO JAKO WALUTA MIĘDZYNARODOWA

Wprowadzenie

Jeszcze przed wprowadzeniem euro zdawano sobie sprawę, że stanie się ono wiodącą walutą międzynarodową i choć twórcy euro mieli na to nadzieję, wiadomo też było, że euro nie jest w stanie zwłaszcza w bliższej przyszłości zająć miejsca dolara w międzynarodowych stosunkach walutowych. Ze względu na potęgę i ugruntowaną przez dziesięciolecia pozycję amerykańskiej gospodarki oraz ogrom jej wpływu na gospodarkę światową i sytuację pojedynczych gospodarek, a także daleką inercję przyzwyczajęń, nie trudno przypuszczać, że jeśli w ogóle euro uda się dorównać pozycji dolara, to będzie to proces bardzo długi, który musi być mocno poparty dynamicznym rozwojem gospodarki europejskiej, zwiększeniem efektywności europejskiego rynku finansowanego, a przede wszystkim politycznym umocnieniem Unii Europejskiej, w której brak ponadnarodowych kompetencji w kluczowych sprawach, stanowi podstawy do obaw o jedność i trwałość jej związków; i jest jednocześnie przyczyną większej rezerwy w stosunku do euro – jest ono drugą walutą międzynarodową, ale przewaga dolara jest znaczna. Dlatego też w obliczu perspektyw wprowadzenia euro w Polsce zasadnym jest zwrócenie szczególnej uwagi na funkcje pełnione przez euro jako walutę międzynarodową oraz konsekwencje posiadania waluty międzynarodowej.

Ponieważ marka niemiecka odgrywała międzynarodową rolę przez ostatnie dekady, dawało to podstawy, by przypuszczać, że euro zastępując 12 walut krajów Unii Europejskiej przejmie jej pozycję, zwłaszcza bowiem, że euro wydawało się spełniać podstawowe czynniki warunkujące wykorzystywanie waluty w skali międzynarodowej, do których należą:

1. odpowiednio duża waga kraju w tworzeniu produktu globalnego oraz silne powiązania z gospodarką światową,
2. siła i stabilność gospodarcza oraz polityczna kraju,
3. duży, głęboki, płynny i otwarty rynek finansowy.

Strefa euro pod względem wielkości gospodarki jest porównywalna z amerykańską i jednocześnie znacznie większą od japońskiej. Wytwarza ona 16% światowej produkcji – USA i Japonia odpowiednio 21% i 8%. Wielkość gospodarki jest o tyle istotna, że determinuje ona inne czynniki – wielkość handlu zagranicznego (strefa euro należy do największych potęg eksportowych i importowych na świecie – eksport stanowi 35,6% jej PKB, podczas gdy w przypadku USA i Japonii jest to odpowiednio 9,5% i 11,8%) i rynku finansowego.

Tab. 1. Stopień otwarcia – eksport i import jako % PKB

	Eksport	Import
Strefa euro (12)	35,6	33,4
UE 15	34,2	32,7
UE 25	35,0	33,6
nowi członkowie UE (10)	50,4	53,4
USA	9,5	14,0
Japonia	11,8	10,2

Źródło: Eurostat.

Dodatkowo dynamika rozwoju gospodarki zachęca do stosowania tej waluty na rynkach międzynarodowych, co widać np. po wkroczeniu na arenę międzynarodową marki czy jena. Znaczący udział strefy euro w gospodarce światowej i jej duże otwarcie powinno więc umacniać pozycję euro na arenie międzynarodowej. Utworzenie strefy euro przyczyniło się więc do powstania drugiej potęgi gospodarczej świata.

Niewątpliwe wsparcie dla euro stanowi stabilnie zorientowana polityka gospodarcza strefy euro, zwłaszcza pieniężna i fiskalna, co w dłuższym okresie sprzyjać powinno wzrostowi gospodarczemu i zapewnieniu stabilnej siły nabywczej euro, ugruntowując tym pozycję strefy euro w gospodarce światowej i zwiększając zaufanie do euro, a więc i jego międzynarodowe zastosowanie. Nie bez znaczenia jest tu również polityczna siła Unii Europejskiej i jej prestiż w stosunkach międzynarodowych, stanowiące gwarancję przyszłej stabilności samej organizacji, jak i jej waluty.

Wraz z wprowadzeniem euro przyspieszony został proces tworzenia ogromnego jednawalutowego rynku finansowego, wprawdzie w wielu segmentach niedorównującego jeszcze poziomem rozwoju amerykańskiemu, jednak dynamicznie postępująca integracja rynków narodowych, na których widoczny jest silny proces konsolidacji i restrukturyzacji wymuszony zaostrzoną konkurencją, już skutkuje wzrostem płynności i efektywności rynku europejskiego, a w przyszłości, o ile utrzymają się dotychczasowe tendencje, w obliczu postępującego procesu integracji w Europie pozwala oczekiwać, że europejski rynek będzie największym i być może najatrakcyjniejszym rynkiem finansowym na świecie, co będzie zwiększało międzynarodowe znaczenie euro.

Wiadomym jest, że w obliczu postępującego procesu liberalizacji i globalizacji rynków finansowych następuje ograniczenie wpływów instytucjonalnych i poli-

tycznych, więc to sami inwestorzy zadecydują, jaką rolę euro odgrywać będzie na arenie międzynarodowej, jednakże od tego, jakie stworzone zostaną ramy dla jego funkcjonowania, zależy będzie wielkość udziału euro w portfelach walutowych inwestorów na całym świecie. Jak dotąd solidna polityka pieniężna Eurosystemu (którego celem nie jest umiędzynarodowienie euro) i dyscyplina krajów członkowskich wraz z postęпами w tworzeniu efektywnego w pełni zintegrowanego rynku finansowego, stwarza dobre podstawy, by euro stało się atrakcyjną walutą zarówno dla inwestorów, jak i kredytobiorców oraz umacniało rolę jako środka tezauryzacji.

Barierę w przełożeniu tego na praktyczny wzrost zainteresowania euro, stanowi stosunkowa inercja wynikająca z przyzwyczajień uczestników rynku, ale także kosztów przestawienia się na inną walutę – licznych kosztów informacyjnych i adaptacyjnych, które aby warto było ponieść, muszą zostać zrównoważone przez znaczne korzyści. Euro istnieje raptem od 1999 r., a w obiegu gotówkowym dopiero od 2002 r., jest to więc okres zbyt krótki, by można było oczekiwać istotnych zmian zachowań pomiotów na rynkach finansowych. Dlatego właśnie w bardziej elastycznej strategii działania prywatnych inwestorów (w porównaniu z oficjalnymi instytucjami), którzy dodatkowo zarządzają większością aktywów finansowych na świecie, euro przede wszystkim powinno upatrywać szans na zwiększenie swego udziału w międzynarodowych stosunkach finansowych i gospodarczych.

Na razie jednak dolar niepodzielnie panuje w międzynarodowym systemie walutowym, niewykluczone jednak, że w przyszłości euro w wyniku długiego procesu ewolucyjnego stanie się dla niego prawdziwym konkurentem, a wobec rozszerzania Unii Europejskiej, być może w niektórych segmentach i go przewyższy – w XIX w. nikt nie przypuszczał, że jakaś waluta może wyprzeć funta brytyjskiego z dominującej międzynarodowej pozycji, a dziś znaczeniem przewyższa go nie tylko dolar i jen, ale niedawno wprowadzone euro. Zbytniej nieufności nie powinien też wzbudzać fakt początkowej zewnętrznej słabości euro – po części wynikającej z obiektywnych przesłanek – sam dolar miał okresy znacznego osłabienia (np. przełom lat 60.-70.), czy silnych wahań (lata 1985–1987, czy 1992 i 1994–1995),¹ co mimo to nadal pozwala mu odgrywać główną rolę w stosunkach międzynarodowych.

Nie ulega wątpliwości, że euro zadomowiło się już nie tylko jako środek płatniczy w 12 krajach strefy euro, ale i waluta międzynarodowa. I choć uplasowało się na drugim miejscu przed jenem, to dystans do dolara pozostaje ogromny. O tym czy euro uda się go zmniejszyć i stać równie popularną walutą w stosunkach międzynarodowych, zadecyduje to czy podmioty na całym świecie zweryfikują swe dotychczasowe portfele i wygospodarują w nich więcej miejsca dla euro, a więc czy obdarzą go na tyle zaufaniem, że w większym stopniu wykorzystywały będą euro zarówno do rozliczania handlu międzynarodowego, jak również finansowania inwestycji i lokowania kapitału, a także jako walutę przejścia czy prezentowania cen najważniejszych surowców i produktów, będących przedmiotem handlu międzyna-

¹ L. Oręziak, *Główne waluty międzynarodowe*, „Bank i Kredyt”, wrzesień 2001, Bankowe ABC, s. 12.

rodowego, ale i jako składnik oficjalnych rezerw dewizowych oraz walutę interwencyjną i stabilizacyjną.

1. Euro – walutą fakturowania handlu zagranicznego

Euro jako **waluta fakturowania** w handlu międzynarodowym (*invoicing currency*). Brak wprawdzie kompleksowych bardziej bieżących danych, wątpliwości nie ulega jednak fakt, że dolar (z ponad 50% udziałem w 2000 r.) pozostaje niekwestionowaną najważniejszą walutą, w której rozliczany jest światowy eksport i import. Euro w 2000 r., a więc jeszcze przed wprowadzeniem do obiegu gotówkowego, wykorzystywane było w ok. 15-17%² do denominowania i realizowania międzynarodowego handlu (bez uwzględnienia handlu wewnętrznego strefy euro). Obecnie te wielkości są podobne i nie wydaje się, by euro mogło dorównać dolarowi, gdyż jego dominacja uwarunkowana jest wieloma czynnikami.

Po utworzeniu międzynarodowego systemu walutowego z Bretton Woods wykorzystywanie dolara jako waluty fakturowania promowane było przez brak wymiennalności większości walut, która jest warunkiem powszechnego wykorzystania waluty w skali międzynarodowej. Akceptacja waluty jest bowiem obok kosztów transakcyjnych najważniejszym czynnikiem decydującym o atrakcyjności danej waluty. Dodatkowo oba te czynniki są ze sobą sprzężone – im bardziej akceptowana jest dana waluta, tym niższe są koszty jej wymiany, a im mniejsze są koszty transakcyjne, tym chętniej jest ona akceptowana. Pozycję dolara umacniało wykorzystywanie go jako waluty rozliczania wymiany handlowej przez coraz większą liczbę krajów rozwijających się, co w związku z wyższą inflacją w tych krajach powodującą deprecjację ich waluty czyniło nieopłacalnym denominowanie eksportu w narodowej walucie. Najczęstsze stosowanie dolara jako waluty fakturowania wynika wreszcie z faktu, że przez wiele lat utarło się, że ceny surowców na światowych giełdach podawane są właśnie w dolarach i w nich rozliczany jest handel nimi.

W związku z tym, że handel między krajami strefy euro stał się wymianą wewnętrzną, szacowany udział euro w fakturowaniu światowego eksportu jest mniejszy niż prosta suma udziałów walut, które ono zastąpiło. EBC prognozuje, że udział euro w rozliczaniu światowego eksportu powinien kształtować się w podobnych proporcjach, co udział eksportu strefy euro w światowej wymianie handlowej (czyli ok. 19%).

W latach 90. nastąpiło radykalne zacieśnienie wymiany handlowej w Europie potęgowane postępującym procesem integracyjnym rynku wewnętrznego Unii Europejskiej, a także aspiracjami aż 12 krajów europejskich do członkostwa. Dynamicznie rośnie wielkość ich wymiany handlowej i coraz większy jest w niej udział handlu z krajami Piętnastki (średnio ok. 2/3). Okazuje się, że zwiększa się też

² Kommission der Europäischen Gemeinschaften, *Das Euro-Gebiet innerhalb der Weltwirtschaft: Entwicklungen in den ersten drei Jahren*, Brüssel 19, Juni 2002, s. 37-38.

udział handlu z Unią w eksporcie i imporcie pozostałych krajów europejskich, republik byłego ZSRR i krajów Basenu Morza Śródziemnego, z którymi Unia planuje do 2010 r. stworzyć strefę wolnego handlu³. Widać też bliską współpracę z Unią krajów Europy Zachodniej pozostających poza ugrupowaniem, które w zasadzie charakteryzują się takim samym wzajemnym stopniem otwarcia, jak kraje członkowskie Unii. Interesujący jest niewątpliwie poziom współpracy handlowej z Unią osiągnięty przez kraje afrykańskie (szczególnie Tunezji), gdzie dostrzeżono ogromny potencjał rynku zbytu. Obserwuje się więc sukcesywne zacieśnianie współpracy w szeroko rozumianym regionie Unii Europejskiej, co zaostrza konkurencję i sprzyja podnoszeniu wydajności gospodarek. Jest więc oczywiste, że poszukując źródeł oszczędności podmioty dążyć będą do obniżania kosztów wymiany coraz częściej dokonując jej w euro. Nowo przyjęte państwa Unii realizują w euro od 40 do nawet 70% (Węgry) swego eksportu i importu (a handel z krajami Unii stanowi tam średnio 40-60% całej wymiany zagranicznej). W przypadku krajów samej strefy euro, w euro rozliczane jest od 40 do 60% ich zewnętrznej wymiany handlowej.⁴ Podobnie jest w Polsce – około 2/3 polskiego handlu zagranicznego rozliczane jest w euro i udział ten systematycznie rośnie, podczas gdy w dolarach jest coraz niższy i wynosi obecnie ok. 1/4.⁵

Znaczący udział wymiany międzynarodowej z Unią Europejską w krajach nie tylko ościennych, ale i byłych republik radzieckich, Bliskiego Wschodu i Afryki, pozwala przypuszczać, że w najbliższej przyszłości przestawią się one (o ile jeszcze tego nie zrobiły) na euro, jako walutę rozliczania wzajemnej wymiany handlowej. Wówczas udział euro w fakturowaniu światowego handlu mógłby istotnie wzrosnąć, skłaniając jednocześnie do wykorzystywania go w większym stopniu i w innych dziedzinach. Nie należy jednak sądzić, by w najbliższym czasie ta popularność euro jako waluty rozliczania handlu zagranicznego wyszła poza obszar Europy.

2. Euro – walutą przejścia⁶

Euro jako **waluta przejścia** na rynkach walutowych (*vehicle currency*). Wprawdzie również i w tym przypadku dolar odgrywa nadal dominującą rolę, to

³ Z Algierią, Egiptem, Izraelem, Jordanią, Libanem, Marokiem, Palestyną, Syrią, Tunezją, Turcją oraz Cyprzem i Maltą (które są już członkami UE).

⁴ European Central Bank, *Review of the international role of the euro*, January 2005, s. 32-37.

⁵ Narodowy Bank Polski, *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za 3 kwartały 2003 roku*, Warszawa 2003, s. 22.

⁶ Waluta przejścia spełnia na rynkach walutowych taką funkcję, jak pieniądz na rynkach towarowych, który eliminuje nieefektywną wymianę barterową. Dzięki ogromnej płynności i głębokości rynku walutowego dolara oraz korzyściom skali w związku z powszechnym jego stosowaniem, koszty transakcyjne wymiany pośredniej (z udziałem dolara jako waluty przejścia) są często niższe niż wymiany bezpośredniej, dlatego dolar jest najczęściej wykorzystywaną walutą przejścia na rynkach walutowych.

można już zauważyć wzrost udziału euro w obrotach rynku walutowego. W 2004 r. wyniósł on 37,2%, czyli więcej aniżeli udział marki niemieckiej w 1998 r. (30,1%), jednak mniej niż łączny udział wszystkich byłych walut krajów strefy euro (ok. 52%), co jest skutkiem wyeliminowania wymiany między walutami krajów strefy euro – por. tabela poniżej.

Tab. 2. Udział poszczególnych walut w obrotach rynków walutowych (w %)^A

Waluta	1989	1992	1995	1998	2001	2004
Dolar amerykański	90,0	82,0	83,3	87,3	90,3	88,7
Euro	-	-	-	-	37,6	37,2
Marka niemiecka	27,0	39,6	36,1	30,1	-	-
Frank francuski	2,0	3,8	7,9	5,1	-	-
ECU ^B	4,0	11,8	15,7	17,3	-	-
Jen japoński	27,0	23,4	24,1	20,2	22,7	20,3
Funt brytyjski	15,0	13,6	9,4	11,0	13,2	16,9
Frank szwajcarski	10,0	8,4	7,3	7,1	6,1	6,1
Dolar kanadyjski	1,0	3,3	3,4	3,6	4,5	4,2
Dolar australijski	2,0	2,5	2,7	3,1	4,2	5,5
Korona szwedzka	b.d.	1,3	0,6	0,4	2,6	2,3
Pozostałe	22,0	10,3	9,5	14,8	18,7	18,8
Razem	200	200	200	200	200	200

^A ponieważ w każdej transakcji zaangażowane są zawsze dwie waluty, to suma udziałów pojedynczych walut = 200%, a nie 100, ^B ECU oraz pozostałe waluty Europejskiego Systemu Walutowego.

Źródło: Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004*, Basel September 2004, s. 11.

Dolar i euro były najczęściej wymienianą parą walut na przełomie 2003 i 2004 r. – stanowiły 28% całkowitych obrotów, których łączna wartość to 0,5 bln USD. Na drugim miejscu uplasowała się para dolar/jen (17%), a na trzecim dolar/funt brytyjski (14%).

Wykorzystanie danej waluty jako waluty przejścia uzależnione jest przede wszystkim od kosztów transakcyjnych, które związane są z wolumenem transakcji, w których jest ona wykorzystywana, co z kolei zależy od udziału danej waluty w fakturowaniu międzynarodowego handlu oraz przepływach kapitałowych. Częste stosowanie danej waluty w rozliczaniu wymiany handlowej, w operacjach na międzynarodowych rynkach finansowych oraz jako składnika rezerw obniża koszty transakcyjne związane z jej używaniem. Koszty te zależą poza tym od płynności aktywów denominowanych w danej walucie, co z kolei determinowane jest w głównej mierze wielkością wtórnego rynku finansowego. Stąd też ze względu na dominującą rolę dolara we wszystkich dziedzinach oraz znacznie głębszy amerykański rynek finansowy, nie należy spodziewać się znacznego wzrostu udziału euro jako waluty przejścia – jak dotąd jej udział utrzymuje się na poziomie ok. 37%.

3. Euro – walutą emisyjną i interwencyjną

Euro jako waluta emisyjna i inwestycyjna (*issuing and investment currency*). Utworzenie euro doprowadziło do znacznego wzrostu udziału tej waluty, zwłaszcza na międzynarodowym rynku dłużnych papierów wartościowych, gdzie euro stanowi rzeczywistą alternatywę dla dolara.

W 2004 r. emisja papierów dłużnych na rynku pieniężnym denominowanych w euro stanowiła ponad 46% całkowitej emisji na świecie, na kapitałowym zaś – 45% (w dolarze zaś odpowiednio 30% i 39%). Dla porównania udział emisji na tym rynku w walutach, które zastąpiło euro wynosił w 1997 r. 18%, czyli dwuipółkrotnie mniej, co jednak nie oddaje znacznej dynamiki wartości emisji denominowanych w euro – w ciągu pierwszych 9 miesięcy 2004 r. jej wartość wyniosła 286,7 mld USD, podczas gdy w całym 1997 r. raptem 32,7 mld USD. Jest więc obecnie prawie dziewięciokrotnie wyższa (dla porównania wartość emisji w dolarach wzrosła zaledwie o 80% – ze 105,4 mld USD do 189,4 mld USD).⁷ Podobnie sytuacja wygląda na rynku kapitałowym. Tym samym na rynku dłużnych papierów wartościowych euro stanowi godną przeciwwagę dla dolara. Zauważyć należy też jeszcze jedną tendencję – nastąpiła wyraźna kumulacja emisji w dolarach i euro.

Stopień wykorzystywania danej waluty na światowych rynkach finansowych uzależniony jest od wielkości, otwarcia i płynności rynku finansowego w jej kraju oraz stabilności waluty. Okazuje się, że zmniejszanie dominacji dolara następuje od kilku dziesięcioleci, jako skutek pojawienia się równie silnych i dynamicznie rozwijających się gospodarek oraz liberalizacji i deregulacji systemów finansowych na świecie, które zwiększyły atrakcyjność aktywów denominowanych w innych walutach. Tendencje tę można zaobserwować zwłaszcza na międzynarodowym rynku papierów dłużnych (por. tabela poniżej).

Tab. 3. Wielkość emisji papierów dłużnych na rynku międzynarodowym w poszczególnych walutach (w %)

Waluta	1950–1959	1960–1969	1970–1979	1980–1989	2001	2004 ^A
Dolar amerykański	78,2	69,9	49,2	50,7	50,7	39,2
Waluty krajów strefy euro ^B	3,2	20,3	24,1	15,8	31,7	44,7
w tym: marka niemiecka	2,0	16,3	17,9	8,0	-	-
Jen japoński	0,0	0,0	5,2	8,9	6,0	4,1
Frank szwajcarski	7,1	5,4	17,5	11,4	1,8	1,7
Pozostałe waluty UE ^C	8,7	3,1	0,7	6,8	7,6	7,5
w tym: funt brytyjski	8,3	2,9	0,6	6,4	7,4	7,3

^A stan na wrzesień 2004 r.; ^B w 2001 i 2004 r. euro; w latach 1950-1989 waluty 11 krajów strefy euro (bez Grecji, której drachma ujęta jest w pozostałych walutach UE) oraz ECU; ^C w latach 1950-89 waluty Dani, Grecji, Szwecji i Wielkiej Brytanii; w 2001 i 2004 r. Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii.

Źródło: P. Pollard, *Federal Reserve Bank of St. Louis*, „Review”, September/Oktober 2001, s. 22, Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, Basel March 2002, s. A79 oraz Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, Basel December 2004, s. A87.

⁷ Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, różne wydania.

Tak więc w zakresie papierów dłużnych euro zdobyło już znaczne uznanie światowych rynków i stanowi równorzędnego partnera dla dolara. Trudno przypuszczać czy tendencje zachodzących zmian utrzymają się w przyszłości, czy może udziały głównych walut pozostaną na obecnym poziomie. Należy jednak zwrócić uwagę, że w pewnym stopniu wzrost udziału euro jako waluty denominowania odzwierciedla chęć dokonania emisji w nowej walucie, a także utrzymujący się do połowy 2002 r. szczególnie niski kurs euro, który zwiększał atrakcyjność pożyczania w tej walucie.

4. Euro – kotwicą stabilizacyjną

Euro jako **kotwica stabilizacyjna** (*anchor currency*). Wykorzystywanie innych walut do stabilizacji kursu własnej waluty jest powszechne. Powiązanie kursu z jedną lub koszykiem walut służy w głównej mierze ograniczeniu ryzyka kursowego i inflacji. Po rozpadzie systemu walutowego z Bretton Woods znacznie straciło zwolenników wiązanie kursów z dolarem⁸, co wobec utworzenia Europejskiego Systemu Walutowego zwiększyło zainteresowanie walutami europejskimi – głównie marką niemiecką. W związku z widocznymi postępami w stabilizowaniu gospodarek krajów Unii Europejskiej w latach 90., przyjęciem przez nie paktu stabilności oraz solidną polityką pieniężną EBC, wraz z wprowadzeniem euro, przejęło ono tę rolę. Około 40 krajów (głównie z Europy Środkowowschodniej i Afryki) ma powiązane kursy z euro – od legalnego posiadania euro jako oficjalnej waluty (Watykan, Monako, San Marino) poprzez jednostronną decyzję o przyjęciu euro (Kosowo, Czarnogóra, Andora), czy *currency board* (Estonia, Litwa, Bułgaria), po luźniejsze wiązanie kursu z samym euro czy koszykiem walut w ramach kursu stałego (Węgry, Cypr, Malta) czy sterowanego (Czechy, Słowacja), także w ramach mechanizmu kursowego ERM II (Dania, Słowenia). Główną tego przyczyną są silne powiązania handlowe i finansowe tych krajów z gospodarką strefy euro, niejednokrotnie wiążące się z pomocą ze strony krajów Unii, albo procesem dostosowań akcesyjnych. Wyjaśnia to jednocześnie, dlaczego wśród krajów mających powiązane waluty z dolarem dominują kraje Ameryki Łacińskiej i Karaibów.

Również polski złoty zanim został upłyniony 12 kwietnia 2000 r. powiązany był z koszykiem, w którym euro (a wcześniej marka) odgrywało dominującą rolę.

5. Euro – walutą substytucyjną

Euro jako **waluta substytucyjna** (*currency substitution*). Waluta międzynarodowa może też pełnić rolę substytutu waluty narodowej, a więc środka rozliczeniowego, wymiany oraz przechowywania wartości głównie w krajach, gdzie występuje hiperinflacja i/lub polityczna destabilizacja. Przed wprowadzeniem euro

⁸ W 1975 r. 52 kraje miały powiązane kursy z dolarem, zaś w 2000 r. zaledwie 23.

tylko dolar (przede wszystkim) i marka niemiecka wykorzystywane były w tych funkcjach poza granicami ich państw. Szacuje się, że ok. 55% monet i banknotów dolarowych znajduje się w obiegu poza granicami USA, w przypadku marki niemieckiej było to ok. 30-40%. Zważywszy jednak na znacznie większą wartość globalnej podaży dolarów niż marek, nie ulega wątpliwości, że to dolar odgrywał dominujące znaczenie jako waluta zastępcza. To silne związki między USA a krajami wykorzystującymi dolara jako waluty substytucyjnej oraz łatwość dostępu do dolara determinują i jednocześnie zachęcają do popularności dolara jako waluty międzynarodowej oraz używania go jako waluty zastępczej.

Dolara zaczęto wykorzystywać jako waluty substytucyjnej w latach 20. XX w. na skutek hiperinflacji, jaka dotknęła część europejskich krajów. Ta sama przyczyna spowodowała powszechne użycie dolara zamiast walut narodowych w krajach Ameryki Łacińskiej w latach 80. Również rozpad Związku Radzieckiego doprowadził do zwiększenia udziału dolara, a nie marki niemieckiej w tym regionie.

Marka z kolei preferowana była jako waluta substytucyjna głównie w krajach byłej Jugosławii, gdzie ze względu na niestabilność gospodarczą i polityczną marka (a teraz euro) odgrywała większą rolę aniżeli waluty narodowe – w krajach tych w obiegu znajdowało się więcej marek aniżeli walut narodowych. Kosowo i Czarnogóra ustanowiły ją nawet w 1999 r. oficjalnym środkiem płatniczym. Marka odgrywała również istotną rolę w pozostałych krajach Europy Środkowowschodniej. W Polsce i Czechach wykorzystywana była powszechnie jako waluta transakcyjna w regionach przygranicznych. W Rosji, na Ukrainie czy w Rumunii, nie marka/euro, a dolar jest powszechną równoległą walutą. Szacuje się, że 90-95% znajdujących się tam dewiz to dolary.⁹

Niemniej jednak obserwuje się sukcesywny wzrost popularności euro w krajach Europy Środkowowschodniej – coraz więcej aktywów finansowych utrzymywanych jest w euro. W Chorwacji, Czarnogórze, czy Serbii depozyty denominowane w euro stanowią ok. 90% ogółu lokat dewizowych, w Czechach czy na Węgrzech jest to ok. 60%, a w Słowacji 52% (w Polsce 40%).¹⁰

Wprowadzenie euro doprowadziło niemalże automatycznie do przestawienia się krajów w Europie Środkowowschodniej z uzależnienia od marki na euro. Obok dolara to euro jest w zasadzie najczęściej wykorzystywaną walutą substytucyjną, z tym że jego zasięg ogranicza się praktycznie do Europy, a w przypadku dolara jest jednak ogólnoświatowy. Dlatego nie wydaje się, by euro mogło w najbliższym czasie konkurować z dolarem pod tym względem, zwłaszcza że waluta zastępcza musi oferować stabilność i bezpieczeństwo, a w obliczu utrzymującej się długo słabości euro wobec dolara atrakcyjność euro jako waluty stabilizacyjnej jest ograniczona.

⁹ Deutsche Bank Research, *DEM-Bargeldumlauf in Osteuropa: Belastung für den Eurowechselfkurs?*, „EWU-Monitor”, nr 91, August 2001, s. 5.

¹⁰ European Central Bank, *Review of the international role...*, s. 59.

6. Euro – walutą interwencyjną

Euro jako **waluta interwencyjna** (*intervention currency*). Nie ulega wątpliwości, że dolar dzięki ogromnej płynności amerykańskiego rynku finansowego i dominacji jako waluty przejścia oraz powszechnej jego akceptacji jest także najwygodniejszą i najczęściej wykorzystywaną walutą interwencyjną. I choć oficjalnie nie podaje się informacji na temat przeprowadzanych interwencji (wyjątek stanowi Japonia), najczęściej dokonywane są nadal z użyciem dolara. Niemniej jednak istnieją dowody na częste wykorzystywanie także euro jak waluty interwencyjnej zwłaszcza przez kraje mające powiązany kurs z euro, a które wykorzystują euro dla utrzymania stabilności swych walut (np. Czechy, Węgry, Łotwa, Słowenia, ale także Dania, a wcześniej i Grecja). Także banki centralne Bułgarii, Estonii i Litwy w obliczu posiadanego systemu *currency board*, dokonują regularnych interwencji w euro. Również NBP jeszcze w pierwszej połowie 1999 r. dokonywał interwencji walutowych obok dolara też w euro. Przypuszcza się, że i inne kraje (jak np. Cypr) także przeprowadzają interwencje z udziałem euro, bowiem kursy ich walut zachowują się w bardzo podobny sposób jak kurs euro.¹¹

Mimo to pozycja dolara w międzynarodowym systemie walutowym wydaje się być w tej dziedzinie niezagrożona, zwłaszcza że w obliczu rozszerzania Unii Europejskiej, a w dalszej konsekwencji i strefy euro, wyeliminowane zostanie stosowanie euro jako waluty interwencyjnej przez większość jej głównych obecnie użytkowników – chyba że w międzyczasie nastąpi znaczny postęp w integracji europejskiego rynku finansowego, poprawi się jego głębokość i efektywność, a polityka gospodarcza krajów członkowskich i pieniążna EBC trwale wspierać będą stabilność euro, umacniając tym jego pozycję w międzynarodowym systemie walutowym.

7. Euro – walutą rezerwową

Euro jako **waluta rezerwowa** (*reserve currency*). Wprowadzenie euro nie przyczyniło się do zmian w strukturze rezerw dewizowych na świecie. Dolar jest nadal najbardziej preferowaną walutą jako składnik oficjalnych rezerw walutowych. Jest to konsekwencją tego, że dolar dominuje praktycznie we wszystkich obszarach – jako waluta fakturowania i rozliczania wymiany handlowej, jako waluta przejścia na rynkach walutowych, jako waluta inwestycyjna, a także jako kotwica stabilizacyjna dla wielu walut na świecie.

Dolar stanowi 63,8% wszystkich oficjalnych rezerw dewizowych na świecie, które wynoszą ok. 2,5 bln USD. I choć euro zajmuje drugie miejsce, to jego udział jako waluty rezerwowej jest znacznie mniejszy – raptem 19,7% (por. tab. 4). Jest on

¹¹ *Ibidem*, s. 21-22.

dotatkowo niższy niż łączny udział walut, które euro zastąpiło (w połowie lat 90. stanowiły one 1/4 wszystkich rezerw dewizowych na świecie). Wynika to głównie z faktu, że były waluty krajów strefy euro były dla siebie obcymi walutami – mogły więc być wykorzystywane jako składnik rezerw dewizowych, co wykluczyło wprowadzenie euro.

Tab. 4. Udział poszczególnych walut w oficjalnych rezerwach dewizowych na świecie

Waluta	1973	1985	1995	1998	1999	2002	2003
	w proc.						
Dolar amerykański	76,1	64,8	53,4	62,6	64,9	63,5	63,8
Euro	-	-	-	-	13,5	19,3	19,7
Jen japoński	0,1	8,0	6,7	5,4	5,4	5,2	4,8
Funt brytyjski	5,6	3,0	2,8	3,5	3,6	4,4	4,4
Frank szwajcarski	1,4	2,3	0,5	0,5	0,4	0,6	0,4
Pozostałe waluty	8,1	4,9	12,1	12,0	12,1	7,1	6,9
Marka niemiecka	7,1	15,1	14,7	13,1	-	-	-
Frank francuski	1,1	0,9	2,4	1,7	-	-	-
Gulden holenderski	0,5	1,0	0,5	0,5	-	-	-
ECU	-	b.d.	6,8	0,8	-	-	-

Źródło: dane z lat 1995–2003: International Monetary Fund, *Annual Report 2004*, Washington 2004, s. 103, dane z lat 1973 i 1985: P. Bekx, *The implications of the introduction of the euro in non-EU countries*, Euro Papers, nr 26, July 1998, s. 20-21.

Na uwagę zasługuje również fakt, że udział dolara w rezerwach dewizowych jest o prawie 1/5 wyższy w krajach wysoko uprzemysłowionych (70,8%) aniżeli w rozwijających się (59,3%). Kraje rozwijające się charakteryzuje większa dywersyfikacja rezerw pod względem ilości walut, co wynika z konieczności posiadania przez nie odpowiedniej ilości walut, w których rozliczany jest ich import oraz spłacone zagraniczne zadłużenie.

W krajach rozwiniętych to sektor prywatny zapewnia finansowanie zarówno w zakresie handlu zagranicznego, jak i obsługi długów, tak że rezerwy utrzymywane są w głównej mierze w celach interwencyjnych, gdzie ze względu na największą płynność i niskie koszty dolar odgrywa rolę hegemonu. I tak np. USA utrzymują rezerwy tylko w dwóch walutach – euro i jenach (odpowiednio 56% i 44%), a Wielka Brytania i Kanada dodatkowo jeszcze w dolarach.

Podsumowanie

Nie ulega wątpliwości, że wprowadzenie euro oznacza pojawienie się potencjalnego konkurenta dla niepodzielnie panującego od dziesięcioleci dolara. Nie wywołało ono jednak na razie większych zmian w międzynarodowym systemie walutowym, gdyż w dużej mierze euro przejęło najwyczejniej funkcje 12 walut krajów strefy euro, które zastąpiło, i nie wydaje się, by w najbliższej przyszłości doszło do większych przeobrażeń. W dłuższej perspektywie można jednak oczeki-

wać stopniowego zwiększenia wykorzystania euro jako waluty międzynarodowej, zwłaszcza z uwagi na drzemiący potencjał gospodarki europejskiej – o ile nieodzwonne reformy strukturalne pozwolą go uwolnić – oraz wielkość rynku finansowego – pod warunkiem, że nastąpi jego daleka integracja, a tym samym i zwiększenie jego głębokości, płynności i efektywności. Niezwykle ważką rolą przypadnie tu rządów krajów strefy euro, które powinny zjednoczyć siły w dążeniu do zapewnienia trwałego dynamicznego rozwoju gospodarczego strefy euro i jej politycznego scalenia, a także Europejskiemu Bankowi Centralnemu, od którego wiarygodności i skuteczności w zapewnieniu stabilnego środowiska dla funkcjonowania europejskiej gospodarki, w połączeniu z siłą i jednością polityczną, zależeć będzie znaczenie strefy euro na arenie światowej i jej waluty w międzynarodowym systemie walutowym.

Posiadanie przez dany kraj waluty międzynarodowej niesie ze sobą korzyści takie jak wyższe wpływy z tytułu senioratu, łatwiejszy dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania czy niższe koszty transakcyjne, a także przewagę konkurencyjną krajowych podmiotów w związku z tym, że mogą realizować transakcje we własnej walucie nie ponosząc ryzyka kursowego. Nie należy zapominać, że jednocześnie oznacza jednak ograniczenie kontroli podaży pieniądza, a tym samym poważną groźbę gospodarczej destabilizacji, a także spadek dyscypliny w prowadzeniu polityki gospodarczej oraz zwiększenie przepływów kapitału spekulacyjnego. Te zagrożenia wyjaśniają dlaczego w przeszłości kraje jak Niemcy czy Japonia starały się spowolnić proces umiędzynaradawiania ich walut.¹² Nie należy też przypuszczać, by EBC podjął w tym kierunku szczególne kroki. Dlatego też analiza korzyści i kosztów konwersji na euro w nowych krajach członkowskich Unii, w tym w Polsce, powinna uwzględniać poza już powszechnie znanymi skutkami, także konsekwencje zamiany ich narodowych walut na walutę międzynarodową.

Wraz z pojawieniem się euro międzynarodowy system walutowy ewoluuje w kierunku dwubiegowości i choć z jednej strony może to spowodować zwiększenie globalnej konkurencji zarówno finansowej jak i gospodarczej przyczyniając się do wzrostu efektywności alokacji zasobów, niesie jednak ze sobą poważne zagrożenie znaczną zmiennością wzajemnego kursu dolara i euro. Niebezpieczeństwo jest tym większe, że poziom kursu ma znacznie mniejsze znaczenie dla dużego obszaru (np. strefy euro czy USA), niż dla pojedynczych z natury mniejszych krajów. Jak dotąd można się było aż nadto przekonać, że poziom kursu euro nie leży w kręgu zainteresowań EBC, więc nie ma raczej co liczyć, że w przyszłości będzie inaczej. A ponieważ podobną obojętność wobec wahań dolara prezentuje polityka Fed, można przypuszczać, że fluktuacje pomiędzy euro i dolarem będą pospolitym zjawiskiem ujemnie wpływającym na sytuację krajów trzecich. Można więc sądzić, że coraz powszechniejsze stanie się wiązanie walut bądź to z dolarem, bądź z euro.

¹² P. Artus, *The international role of the euro*, Paris October 18th 2000, s. 9.

Bibliografia

- Artus P., *The international role of the euro*, Paris, October 18th 2000
- Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, różne wydania
- Deutsche Bank Research, *DEM-Bargeldumlauf in Osteuropa: Belastung für den Eurowechselkurs?*, „EWU-Monitor” nr 91, August 2001
- European Central Bank, *Review of the international role of the euro*, January 2005
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften, *Das Euro-Gebiet innerhalb der Weltwirtschaft: Entwicklungen in den ersten drei Jahren*, Brüssel 19, Juni 2002
- Narodowy Bank Polski, *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za 3 kwartały 2003 roku*, Warszawa 2003
- Oreżniak L., *Główne waluty międzynarodowe*, „Bank i Kredyt”, wrzesień 2001, Bankowe ABC