

Narodowy Bank Polski

Biuro ds. Integracji ze Strefą Euro (BISE)

Kryzys a przemiany w międzynarodowym systemie walutowym

Implikacje dla strefy euro i Polski

Listopad 2009

Spis treści

Wstęp, cele i struktura opracowania 2

1. Czy świat czeka spadek wartości dolara amerykańskiego ? 6

- 1.1. Zachowanie USD a przebieg kryzysu 6
- 1.2. Reakcja polityki makroekonomicznej na kryzys 9
- 1.3. Wiarygodność kredytowa 12
- 1.4. Argumenty na rzecz stopniowej deprecjacji USD 14

2. Determinanty awansu euro w roli waluty międzynarodowej 19

- 2.1. Stabilność makroekonomiczna i potencjał ekonomiczny 19
- 2.2. Ekspansja w funkcji waluty inwestycyjnej 22
- 2.3. Euro w roli jednostki rozliczeniowej 25
- 2.4. Euro jako waluta regionalna 27
- 2.5. Euro jako katalizator przemian globalnego systemu finansowego 32

3. Euro ofiarą własnego sukcesu ? 35

- 3.1. Potencjalne scenariusze na rynku walutowym 35
- 3.2. Ryzyko pogłębienia dywergencji pomiędzy krajami strefy euro 37
- 3.3. Konsekwencje dla Polski 40

Podsumowanie 42

Literatura 43

Przygotował:

dr Grzegorz Tchorek, BISE¹
Zuzanna Gromiec, BISE

Wstęp, cele i struktura opracowania

Głównym celem opracowania jest zwrócenie uwagi na fakt, że **prawdopodobny przebieg zdarzeń w światowym systemie gospodarczym, jaki ukształtuje się w wyniku kryzysu, może zwiększać ryzyko syndromu obciążenia euro rolą waluty międzynarodowej** (Bordo i Harold, 2008). Oznacza to, że obok wielu korzyści wynikających z posiadania waluty międzynarodowej istnieją również potencjalne ryzyka z tym związane. Bez

¹ **Poglądy wyrażone w tekście stanowią wyraz subiektywnego przekonania autorów i nie stanowią oficjalnego stanowiska instytucji, z którą są związani.**

wątpienia dobrze jest posiadać cieszący się powszechnym zaufaniem pieniądź, jednak sam proces zdobywania statusu waluty międzynarodowej może prowadzić do pewnych kosztów.

Ryzyko nadmiernej aprecjacji euro wynika z wysoce prawdopodobnego zmniejszenia roli dolara amerykańskiego i relatywnie płynnego przejścia przez euro roli drugiej (a w niektórych segmentach kluczowej) waluty międzynarodowej. Paradoksalnie, dzięki swoim sukcesom, euro może być narażone na nadmierną aprecjację z istotnymi implikacjami dla funkcjonowania samej strefy euro, krajów o walutach powiązanych z euro, jak i krajów do niej kandydujących.

Struktura wyводу przedstawia się następująco. We wprowadzającej do rozważań części opracowania zarysowane zostały potencjalne scenariusze przemian w systemie walutowym w najbliższych latach. W pierwszej, zasadniczej części opracowania podjęto próbę oceny przesłanek za zmniejszeniem roli dolara w funkcji waluty globalnej. Przedstawiono również argumenty na rzecz umiarkowanej deprecjacji dolara. W drugiej części przedstawiono źródła sukcesu euro jako waluty międzynarodowej. Ocenie zostały poddane czynniki, które zdecydowały o przejściu przez euro roli drugiej waluty międzynarodowej. W części trzeciej przedstawiono konsekwencje potencjalnych scenariuszy zachowań euro i złotego dla gospodarek strefy euro i Polski. Omówiono implikacje dla konkurencyjności europejskiego eksportu oraz konsekwencje dla Polski.

Scenariusze przemian w systemie walutowym

Globalne nierównowagi, które narosły głównie na linii USA – kraje eksporterzy, miały istotny wpływ na zapoczątkowanie oraz przebieg obecnego kryzysu finansowego i gospodarczego. Rozpoczął się on od zawirowań na rynkach finansowych w drugiej połowie 2007 r., a jego kulminacja, w postaci nadzwyczaj silnych i głębokich wstrząsów, nastąpiła pomiędzy wrześniem 2008 r. a lutym 2009 r. Z dużym prawdopodobieństwem przywracanie równowagi w światowym systemie gospodarczym przyczyni się do istotnych przemian w międzynarodowym systemie walutowym. Będą one potencjalnie związane z następującymi procesami.

Po pierwsze, **ze spadkiem wartości dolara** jako konsekwencji przywracania równowagi zewnętrznej oraz dalszego stopniowego obniżania roli USA w międzynarodowym systemie gospodarczym.

Po drugie, **ze wzrostem wartości euro**, jako waluty młodej, opartej na fundamentach gospodarczych największych krajów członkowskich, wiarygodności EBC i instytucji europejskich oraz relatywnie „niedoważonego” udziału euro w portfelach inwestorów globalnych.

Po trzecie, **ze wzrostem znaczenia SDR w roli pieniądza międzynarodowego**, jako konsekwencji ewolucji architektury międzynarodowego systemu gospodarczego, finansowego i walutowego.

Po czwarte, powyższym procesom będzie prawdopodobnie towarzyszyła **konsolidacja wokół walut regionalnych** (juan, rubel, waluta krajów arabskich). Siła tych walut będzie jednak oparta o znaczenie ekonomiczne i polityczne centrów, które je emitują. Oznacza, to że w perspektywie kilku lat nie należy oczekiwać wykształcenia istotnej dla gospodarki światowej waluty mogącej konkurować z dolarem i euro.

Trudno precyzyjnie ocenić z jaką intensywnością i w jakim okresie będą zachodzić zarysowane procesy. Należy je raczej przyjmować jako hipotezy badawcze, choć w obecnych warunkach uzasadnione ekonomicznie. Ponadto procesy te będą najpewniej współwystępować i nasilenie jednego z nich może być uzależnione od intensywności pozostałych. Jak podkreśla *World Economic Forum* (2009) tworzenie scenariuszy przyszłego rozwoju

wypadków prawdopodobnie nie gwarantuje pewnych odpowiedzi w obliczu niepewnej przyszłości, ale może stanowić użyteczne narzędzie procesu decyzyjnego.

Warto również pamiętać, że w wielu obszarach **przemiany w międzynarodowym systemie finansowym i walutowym będą kształtowane przez globalne procesy związane z dostosowywaniem struktur gospodarek do nowych, pokryzysowych warunków**. Wiąże się to z wyzwaniami, które wynikają ze scenariuszy przywrócenia globalnych równowag, wyjścia z ogromnego zadłużenia publicznego, nadzwyczajnych działań w polityce pieniężnej oraz restrukturyzacji gospodarek, usprawnień w zakresie polityki regulacyjnej i nadzorczej, etc. Skala i ranga tych wyzwań pozwala twierdzić, że uporanie się z nimi może trwać co najmniej kilka lat. Ponadto, z jednej strony zakres koniecznych dostosowań w gospodarce realnej będzie wpływać na to, co wydarzy się w światowym systemie monetarnym, z drugiej strony, wydarzenia w systemie walutowym wpłyną na kształt procesów w systemie gospodarczym. Oznacza to, że zaproponowane powyżej (i poddane weryfikacji w dalszej części tekstu), scenariusze można uznać za najbardziej prawdopodobne w obecnych warunkach gospodarczych. Ze względu na wyjątkowość kryzysu oraz złożoność procesów ekonomicznych trzeba być jednak gotowym na ich ewentualną weryfikację i modyfikację.

1. Czy świat czeka spadek wartości dolara amerykańskiego ?

1.1. Zachowanie USD a przebieg kryzysu

Jak zauważa Fratzscher (Fratzscher, 2009), przed kryzysem powszechne oczekiwania wskazywały deprecjację dolara amerykańskiego jako jeden z czynników, który pozwoli przywrócić równowagę w międzynarodowym systemie gospodarczym². Paradoksalnie, ku zaskoczeniu rynków i obserwatorów zjawisk ekonomicznych, wejście w najbardziej dotkliwą fazę zawirowań na rynkach finansowych (od połowy 2008 r.) przyczyniło się do aprecjacji dolara wobec niemal wszystkich walut międzynarodowego systemu finansowego. Należy to wiązać z nadzwyczajnym wzrostem awersji do ryzyka oraz ucieczką do aktywów o wysokiej wiarygodności i płynności (*fly to quality, fly to liquidity*) – por. ramka 1. Zamrożenie globalnego rynku międzybankowego, na skutek fali bankructw instytucji finansowych i gwałtownej utraty wzajemnego zaufania uczestników rynku wymiany pieniądza, zwiększyło z jednej strony presję na utrzymanie płynności (gotówki), a z drugiej poszukiwanie aktywów o tradycyjnie dużej wiarygodności. Dolar amerykański, który dawał dostęp do amerykańskich papierów skarbowych, rynku surowców oraz wielu innych walut przejął funkcję *safe haven* (Elsake, 2009). Innym czynnikiem stymulującym aprecjację dolara w kulminacyjnym okresie kryzysu były perspektywy obniżek stóp procentowych przez główne banki centralne świata. W przypadku krajów o najniższych stopach procentowych (USA i Japonia), w drugiej połowie 2008 r. przestrzeń do ich dalszych obniżek była dość ograniczona, co wpływało pozytywnie na percepcję tych walut. W przypadku walut wysokooprocentowanych pogarszające się prognozy gospodarcze rodziły oczekiwania na obniżki stóp procentowych, co zachęcało do ich wyprzedazy (Raport NBP 2009).

Na podstawie analizy reakcji kursu USD względem innych walut (w okresie lipiec 2008 - luty 2009 r.) na informacje dot. fundamentów gospodarczych USA gorszych niż oczekiwane przez rynki Fratzscher

² Fratzscher M., *What Explains Global Exchange Rate Movements During the Financial Crisis?*, ECB Working Paper, No. 1060, 2009

(Fratzscher, 2009) wskazuje na odwrotną zależność kursu dolara niż w tzw. normalnych warunkach. Otóż, do momentu kulminacji kryzysu gorsze niż oczekiwane przez rynki dane makroekonomiczne opisujące gospodarkę amerykańską prowadziły na ogół do deprecjacji dolara, natomiast w okresie lipiec 2008 – luty 2009 sprzyjały jego aprecjacji, wskazując na utrzymującą się awersję do ryzyka.

Ramka 1. Jakie czynniki determinowały aprecjację dolara w kulminacyjnych momentach kryzysu ?

W wyniku gwałtownego zaniku płynności na rynkach kredytowych w USA wiele grup inwestycyjnych poszukiwało źródeł finansowania za granicą w celu pokrycia stale rosnących zobowiązań (*repatriation rally*) - (Raport NBP 2009). Na podstawie analizy empirycznej zachowań 54 walut rynków wschodzących oraz krajów rozwiniętych Fratzscher (2009) wskazuje trzy potencjalne czynniki, które wpływały na różną skalę aprecjacji dolara wobec poszczególnych walut. **Po pierwsze**, głębszego spadku wartości doznały waluty krajów o wysokim zaangażowaniu inwestorów portfelowych z USA w akcje i obligacje. Waluty krajów o zadłużeniu większym niż średnia w grupie doznały deprecjacji na poziomie ok. 25% względem dolara w okresie lipiec 2008 - luty 2009 r. (waluty krajów o zadłużeniu mniejszym niż średnia w grupie doświadczyły deprecjacji w skali 14%). **Po drugie**, większej przecenie względem USD podlegały waluty krajów o relatywnie mniejszych rynkach walutowych mierzonych wielkością rezerw dewizowych jako procent PKB. Kraje o rezerwach poniżej średniej dla grupy doświadczyły deprecjacji walut względem dolara w skali 23%, podczas gdy waluty krajów o poziomie rezerw powyżej średniej podlegały deprecjacji w skali ok. 7%. **Po trzecie**, istotnym czynnikiem objaśniającym skalę deprecjacji walut względem dolara był deficyt na rachunku obrotów bieżących jako procent PKB. Kraje o relatywnie lepszej pozycji niż średnia w grupie 54 państw, doświadczyły deprecjacji o ok. 10% względem dolara, podczas gdy te o gorszej niż średnia pozycji uległy deprecjacji o ok. 22% (w okresie lipiec 2008 - luty 2009 r.).

Zob. szerzej Fratzscher M., *What Explains Global Exchange Rate Movements During the Financial Crisis?*, ECB Working Paper, No. 1060, 2009

Zbudowane na powyższych założeniach oczekiwania inwestorów wskazują, że jedną z oznak wyjścia z kryzysu może być deprecjacja dolara. Powrót globalnej gospodarki na ścieżkę wzrostu przyczyni się do obniżenia awersji do ryzyka. Dodatkowo, relatywnie łagodniejszy przebieg kryzysu w niektórych krajach rozwijających się niż rozwiniętych może w większym stopniu przyciągać kapitał na rynki tych drugich. Jeśli USA miałyby jednocześnie w przyszłości większe niż inne kraje problemy z

restrukturyzacją finansów publicznych, pojawi się ryzyko, że inwestorzy będą preferować papiery skarbowe krajów rynków wschodzących.

Źródła podwyższonej niepewności wokół kondycji amerykańskiej gospodarki i jej przyszłości wynikają ze skali interwencji fiskalnej i monetarnej podjętej w obliczu załamania systemu finansowego i popytu wewnętrznego. Ze względu na konieczność znacznych działań na rzecz ratowania zagrożonych bankructwem instytucji finansowych, a w dalszej kolejności rozprzestrzenienia kryzysu w sferze realnej, podjęto nadzwyczajne środki przyczyniające się do gwałtownego wzrostu długu publicznego i zwiększenia bazy monetarnej.

Potencjalne trudności w implementacji szybkiej i skutecznej konsolidacji fiskalnej dają podstawy do obaw o monetyzację długu USA w postaci wyższej inflacji. W obliczu ogromnego zadłużenia i przywileju posiadania waluty międzynarodowej Amerykanie mogą próbować spłacać swój dług dolarem gorszej jakości (poddanym inflacji). Oznaczałoby to przerzucenie kosztów zadłużenia na kredytodawców, którzy w kategoriach realnych otrzymaliby dolary o słabszej sile nabywczej.

Jak wskazuje IMF w dokumencie poświęconym rozważaniom na temat uwarunkowań *exit strategy* (IMF, 2009a), próby rozwiązania problemu poprzez dążenie do wyższej inflacji mogą być nieopłacalne. Istnieje bowiem duże prawdopodobieństwo, że wyższej inflacji będzie towarzyszył rosnący poziom stóp procentowych, który skonsumuje efekty strategii inflacji. Niemniej nadzwyczajny przywilej posiadania waluty międzynarodowej przez USA może osłabiać efekt wzrostu stóp rynkowych w reakcji na rosnącą inflację. W okresie kiedy na rynkach finansowych panowała niepewność i w wielu krajach rosło oprocentowanie papierów rządowych właśnie obligacje rządu USA cieszyły się dużym popytem prowadząc do spadku rentowności. Czynniki te mogą stwarzać pokusę nadużycia i próbę, jeśli nie wywołania, to przynajmniej przejściowego zaakceptowania wyższej inflacji przez władze monetarne USA.

1.2. Reakcja polityki makroekonomicznej na kryzys

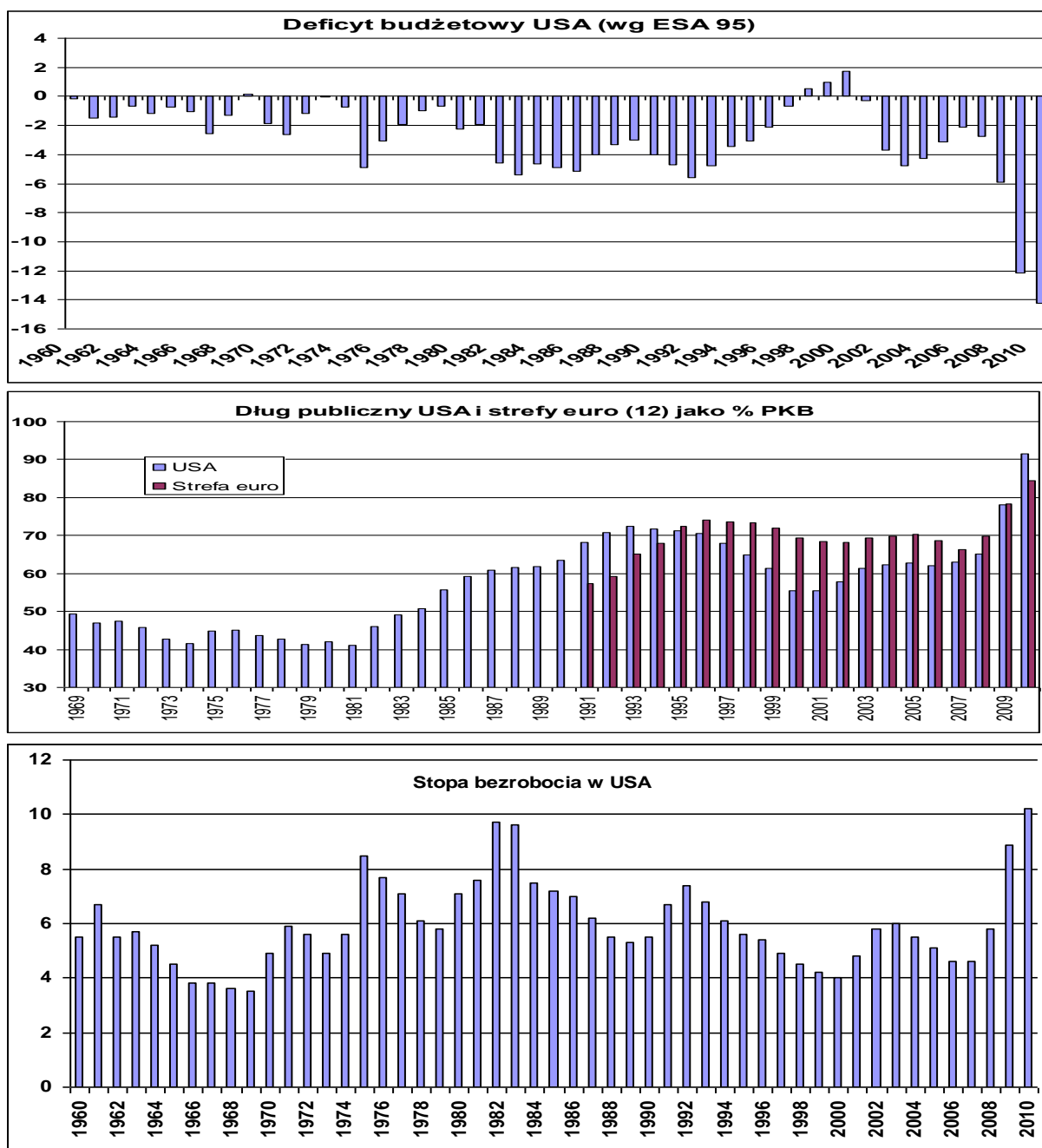
Finanse publiczne

Proces deprecjacji dolara jako głównej waluty świata ma swoje uzasadnienie na gruncie ekonomicznym i finansowym. Wynika to z ogromnego zadłużenia USA, które od wielu lat akumulowało się w sektorze prywatnym na skutek niskiego poziomu oszczędności amerykańskich gospodarstw domowych oraz wyrażało się w wysokim deficycie obrotów bieżących i ujemnej pozycji inwestycyjnej netto³. Jeszcze nigdy w historii żaden tak duży kraj, nie miał tak dużego zadłużenia (Rybiński, 2007). Kryzys finansowy sprawił, że bardzo gwałtownie wzrosło również zadłużenie publiczne. W 2009 roku deficyt budżetowy w Stanach Zjednoczonych po raz pierwszy w historii przekroczył 1 bln USD i osiągnął 1,4 bln (a wg skrajnie pesymistycznych prognozy - Morgan Stanley - sięgnie 2 bln USD). Oznacza to, że w 2009 r. nominalny deficyt budżetowy wyniesie około 10 proc. PKB, a w 2010 r. wciąż utrzyma się na wysokim poziomie do ok. 9 proc. PKB. W konsekwencji, w 2010 r. dług publiczny może wzrosnąć do nieco ponad 90 % PKB, a w 2011 r. osiągnąć blisko 100 %. Podobnej skali drastycznego przesunięcia w pozycji fiskalnej doświadczają również inne kraje wysokorozwinięte. Cottarelli i Viñals (Cottarelli i Viñals, 2009) szacują, że w krajach G7 dług publiczny wzrośnie z 75 % PKB w 2008 r. do ok. 115 % w 2014 r. – por. rys. 1. Sytuacja USA, jako kraju posiadającego dominującą walutę międzynarodową, i którego wierzyciele utkwili w pułapce dolarowej (*dolar trap*) jest jednak wyjątkowa. Dziś kraje, które chętnie akumulowały dług USA, być może odeszłyby od dolara, jednak nie mogą tego zrobić zbyt gwałtownie. Znaczna przecena USD zmniejszyłaby wartość pozostałych w ich portfelach papierów nominowanych w tej walucie. Ponadto, do pewnego stopnia kraje, które zakumulowały olbrzymie aktywa amerykańskie nie mogą zaprzestać ich kupowania w obawie przed utratą wartości dolara. Jednocześnie największy wierzyciel USA – Chiny, wciąż prowadzą politykę

³ W latach 2000-2008 ujemny bilans handlowy USA zwiększał się sukcesywnie z poziomu niespełna 400 mld USD do ponad 700 mld. Był on przeciętnie 1,5-2,5 razy większy niż deficyt handlowy wszystkich krajów OECD.

niemal sztywno powiązanego kursu z USD. Sprawia to, że do pewnego stopnia o stabilizację kursu dolara troszczą się kraje będące konkurentami Chin w globalnym handlu. W pierwszej dekadzie października 2009 r. kraje azjatyckie dokonały skupu dolara dbając o to, by nie osłabiał się zbyt szybko względem walut lokalnych, ponieważ pogorszyłoby to ich pozycję konkurencyjną względem Chin. Choćby te czynniki wskazują, że w krótkim okresie gwałtowna ucieczka od dolara jest raczej mało prawdopodobna.

Rys. 1 Deficyt budżetowy i dług publiczny jako % PKB oraz stopa bezrobocia w USA



Źródło: baza danych AMECO

Polityka pieniężna

Drugie źródło obaw o kondycję dolara amerykańskiego wynika z nadzwyczajnych działań podjętych przez FED w dziedzinie obniżenia ceny pieniądza, zasilenia systemu finansowego w płynność oraz nadzwyczajnych działań w postaci ilościowego poluzowania polityki pieniężnej (*quantitative easing i credit easing*). Podstawowe stopy procentowe FED podlegały obniżkom od poziomu nieco ponad 5 pkt. proc. w drugiej połowie 2007 r. do 2 p. proc. w połowie 2008 r. W efekcie eskalacji zaburzeń na rynkach finansowych, załamania kredytowania oraz handlu i inwestycji w połowie 2009 r. zostały one obniżone do 0,25 p.p.

Jednocześnie FED uznał tradycyjny mechanizm stopy procentowej za niewystarczający w przywracaniu płynności systemu finansowego i wykorzystał nowy kanał interwencji poprzez uzupełnienie podaży pieniądza rezerwowego (M0) drogą wykupu aktywów rządowych i bankowych. Działania te doprowadziły do zwiększenia sumy bilansowej FED o 100% na przestrzeni dwóch ostatnich miesięcy 2008 r., a na początku 2009 r. suma bilansowa została zwiększona 2,5 - krotnie – por. rys. 2.

Rys. 2 Suma bilansowa Banku Anglii, FED oraz EBC

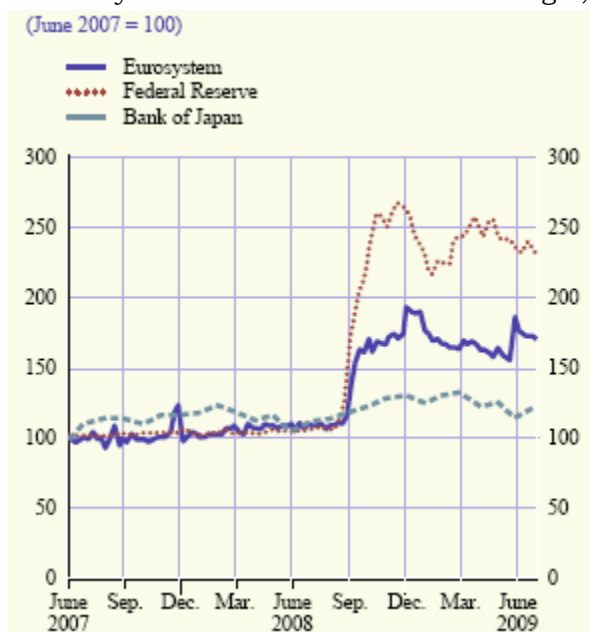
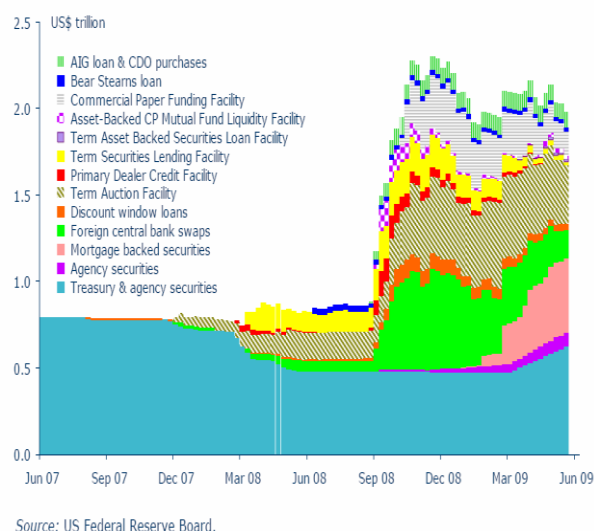


Figure 3: Assets on the US Federal Reserve balance sheet



Źródło: Biuletyn Miesięczny ECB, październik 2009; Elsake S. *Is the US Dollar in Danger of Losing its Reserve Currency Status?*, Australia and New Zeland Banking Group Ltd., July 2009.

Nadzwyczajna w skali i zasięgu operacja obniżenia ceny pieniądza, zapewnienia płynności oraz działań propopytowych w polityce fiskalnej rodzi obawę o wybuch inflacji i erozję wartości dolara. Z jednej strony ryzyko inflacji wynika z ekspansywnej polityki pieniężnej i fiskalnej, z drugiej związane jest z obawami, że USA celowo będą chciały wykorzystać inflację dla obniżenia realnej wartości długu zakumulowanego w sektorze prywatnym i publicznym. Warto również pamiętać, iż słaby dolar sprzyja odbudowie i restrukturyzacji amerykańskiej gospodarki zmniejszając skłonność do importu i zwiększając skłonność do eksportu.

Nie brak jednak głosów wskazujących, że w warunkach spadku inwestycji mieszkaniowych do poziomu najniższego od 50 lat, wzrostu stopy bezrobocia do poziomu najwyższego od ponad 25 lat oraz bardzo dużej ujemnej luki PKB, równie duże ryzyko należy przypisać scenariuszowi deflacyjnemu. Ponadto doświadczenia banku Japonii, którego aktywa w okresie 2001-2006 wzrosły o 30% a baza monetarna o 70 % w warunkach deflacji nie potwierdzają obaw o gwałtowny wzrost inflacji (Elsake, 2009).

1.3. Wiarygodność kredytowa

Niezależnie od tego, czy USA grozi wysoka inflacja czy też raczej deflacyjna zapaść, ewentualne pogorszenie kondycji oraz perspektyw gospodarki amerykańskiej, a w konsekwencji utrata zaufania do dolara znajdzie odzwierciedlenie w obniżonym ratingu wiarygodności kredytowej. Przedstawione poniżej argumenty wskazują, że realizacja takiego scenariusza może nastąpić, ale raczej w skrajnie pesymistycznym wariantcie rozwoju sytuacji ekonomicznej i finansowej USA.

Od momentu upadku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. do pierwszego kwartału 2009 r. globalne rynki finansowe podlegały gwałtownym wahanom. Wynikało to z ogromnej niepewności, zamrożenia rynków międzybankowych, pogarszających się gwałtownie prognoz gospodarczych oraz procesu przeszacowania ryzyka. W pierwszej kolejności proces ponownej wyceny ryzyka dotknął sektor finansowy, produkcyjny i usługowy, co wiązało się z przeceną aktywów i wzrostem rynkowych stóp procentowych. Po tym jak sektor rządowy przejął znaczną część długów i problemów

zakumulowanych w systemie finansowym, nastąpił wzrost stóp procentowych papierów rządowych i obniżenie ratingów wiarygodności kredytowej takich krajów jak Grecja, Hiszpania i Irlandia. W trzeciej dekadzie maja 2008 r. agencja ratingowa S&P obniżyła prognozy ratingu dla Wielkiej Brytanii. Zła kondycja gospodarki brytyjskiej i gwałtowny wzrost długu (o 30 p.p. PKB na przestrzeni lat 2008-2010) sprawiła, iż podobne obawy wyraziła również agencja Moodys Investors Services. Ze względu na duże znaczenie sektora finansowego oraz jego problemy wywołało to na rynkach finansowych falę spekulacji, iż najwyższą ocenę wiarygodności kredytowej również może stracić USA. Choć zagrożenie obniżenia ocen wiarygodności największych spośród krajów posiadających rating AAA nie zmaterializowało się, pod koniec września 2009 r. agencja Fitch Ratings ponowiła obawy co do perspektyw ratingu tych krajów w obliczu narastających problemów finansów publicznych.

Warto jednak zwrócić uwagę, że mimo ogromnych problemów ekonomicznych i finansowych, ryzyko obniżenia ratingu dla USA jest mniejsze niż w przypadku innych krajów. Za sprawą dolara jako waluty rezerwowej Stany Zjednoczone są w lepszym położeniu niż inne zadłużające się kraje. Biorąc pod uwagę potencjał ekonomiczny, polityczny i militarny USA, inwestorzy są skłonni krótkookresowo zaakceptować duży deficyt USA jeśli w średnim i długim okresie przyczynia się to do polepszenia kondycji i pozycji USA. Warunkiem utrzymania zaufania jest jednak przedstawienie i zaimplementowanie skutecznego programu uzdrowienia gospodarki i systemu finansowego. Wiara rynków siłą dolara i witalność organizmu ekonomicznego USA, wynika z inercyjnego zaufania do gospodarki amerykańskiej jako wysoce innowacyjnej, o elastycznych rynkach pracy, efektywnych rynkach dóbr i usług oraz ugruntowanej współpracy sektora B +R ze sferą produkcyjną. Wciąż ważną pozycję USA na mapie świata potwierdzają relatywnie wysokie pozycje w rankingach konkurencyjności typu *Doing Business* (4 miejsce), *World Economic Forum* (2 miejsce). Ponadto warto zauważyć, że pomimo zmniejszającego się udziału USA w światowym PKB i eksporcie, USA utrzymują drugą po Japonii pozycję w kategorii przychodów inwestycyjnych. Oznacza to, że skala produkcji i handlu z USA

podlegała w ostatnich latach zmniejszeniu, ale towarzyszył jej również proces zwiększania inwestycji amerykańskich poza USA.

1.4. Argumenty na rzecz stopniowej deprecjacji USD

Efekt sieci oraz inercja przemian w systemie walutowym

Bez wątpienia polityka gospodarcza USA po 2001 r. dostarcza argumentów za zmniejszeniem roli dolara w międzynarodowym systemie finansowym. Niemniej jednak skala użycia USD w międzynarodowych transakcjach, efekt sieci oraz wykształcona dzięki temu inercja przemian w systemie walutowym sprawia, że nawet w relatywnie długim okresie po (ewentualnej) utracie przez USA dominującej roli, dolar może cieszyć się zastosowaniem w funkcjach waluty globalnej. Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym status dolara jest rozwinięty, płynny, zdywersyfikowany i wysoce innowacyjny system finansowy.

Jako przykład bardzo powolnej ewolucji pozycji poszczególnych walut w międzynarodowym systemie walutowym często podawany jest przypadek funta brytyjskiego. Pod względem wielkości produkcji USA wyprzedziły Wielką Brytanię w 1872 roku, a pod względem wielkości eksportu w 1915 roku. Dolar stał się jednak najważniejszą walutą międzynarodową dopiero po 1945 roku. Utrata przez funta dominującej pozycji była jedną z konsekwencji zmniejszenia znaczenia brytyjskiej gospodarki w świecie, utraty kolonii i osłabienia siły militarnej Wielkiej Brytanii (Oręziak 2009).

Podobnie dopiero pogarszająca się w perspektywie kilku lat relatywna pozycja fiskalna i ekonomiczna USA mogłaby prowadzić do odwrotu od dolara. Paradoksalnie, dopóki w światowym systemie ekonomicznym będzie dominował podwyższony poziom ryzyka, szansa utrzymania *status quo* z dolarem w roli dominującej waluty globalnej jest większa.

Zmiana roli MFW, wzrost znaczenia SDR i walut lokalnych

Zawierania na rynkach finansowych oraz nadzwyczajne działania po stronie polityki fiskalnej i pieniężnej podjęte przez USA w reakcji na kryzys zaniepokoiły uczestników rynków ze względu na ryzyko gwałtownego osłabienia dolara i utraty roli wiodącej waluty w międzynarodowym systemie walutowym. Szczególne obawki wykazywały kraje, które są największymi wierzycielami USA: Chiny i Rosja. Łącznie z Indiami i Brazylią kraje te tworzą grupę BRIC, dysponującą największymi na świecie rezerwami walutowymi. Dlatego też głos tych krajów w sprawie ewolucji międzynarodowego systemu finansowego będzie odgrywał istotną rolę w kształtowaniu trendów na rynkach finansowych w najbliższych latach.

Układ wzajemnego uzależnienia gospodarczego Chin i USA, który brytyjski historyk Niall Ferguson nazwał „*Chimeryką*” doprowadził do dolarowej pułapki⁴. Chiny (i kilka innych krajów) są w posiadaniu dużej i rosnącej części rezerw dolarowych w obliczu słabnięcia tej waluty – por. tab. 1. Ponadto, w trosce o utrzymanie wartości dolara kraje te nie mogą gwałtownie zaprzestać akumulacji amerykańskiego długu. Z drugiej strony polityka kursowa takich krajów jak Chiny i Rosja przyczynia się do zwiększonej akumulacji rezerw dolarowych. Sprawia to, że żaden z globalnych partnerów nie jest zainteresowany gwałtownym przebiegiem procesu ewentualnego odejścia od dolara. Dlatego też kraje te z dużą troską podchodzą do kwestii reformy międzynarodowego systemu finansowego lobbując na rzecz zwiększenia swej roli w MFW (jak również jego globalnej roli) oraz zwiększenia roli SDR jako ewentualnego substytutu wobec dolara.

⁴ *Chimeryka* – synonim symbiotycznego współdziałania organizmów o odmiennych właściwościach, cechach. Przy sztywnym kursie walutowym (de facto dumpingu kursowym) Chiny uzyskiwały duże nadwyżki eksportowe lokowane następnie w USA. Ferguson N. i Schularick M., *Chimerica and global asset markets*.

Tab. 1 Posiadacze papierów wartościowych USA na koniec 2008 r.

Posiadacze amerykańskich papierów dłużnych, stan na czerwiec 2008 r. (w mld USD)	
Japonia	1 250
Chiny (bez HK, Makao, Taiwanu)	1 205
Wielka Brytania	864
Kajmany	832
Luksemburg	657
Kanada	456
Belgia	441
Irlandia	401
Szwajcaria	391
Holandia	314
Eksporterzy ropy naftowej ¹	312
Niemcy	247
Bermudy	223
Francja	222
Singapur	210
Pozostałe kraje	2 299
Razem	10 324
z czego instytucje publiczne:	3 493

¹Bahrajn, Iran, Irak, Kuwejt, Oman, Katar, Arabia Saudyjska, ZEA

Źródło: *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2008*, Departament Skarbu USA, kwiecień 2009

Propozycja Chin wzywająca do reform międzynarodowego systemu walutowego, wyrażona przez gubernatora Ludowego Banku Chin w marcu 2009 r., sprowadza się do zwiększenia znaczenia roli SDR jako pieniądza międzynarodowego. Banki centralne zamiast rezerw dolarów, miałyby trzymać SDR-y, jednostki rozliczeniowe MFW, których wartość odpowiada koszykowi walut (44 proc. USD, 34 proc. EUR, 11 proc. GBP, 11 proc. JPY). W myśl tej propozycji pieniądz międzynarodowy powinien być powiązany ze stabilnym benchmarkiem wg przejrzystych, powszechnie akceptowanych reguł oraz nie powinien odzwierciedlać kondycji ekonomicznej pojedynczego państwa (Xiaochuan, 2009). Z drugiej strony zaletą posiadania rezerw walutowych jest możliwość ich wykorzystania, a w obecnych warunkach SDR-y mogą być używane tylko w rozliczeniach pomiędzy rządami krajów i MFW. W związku z tym posiadanie SDR-ów nie daje możliwości interweniowania na rynkach walutowych. Eichengreen sugeruje, że dla sprawnego przejścia przez SDR-y funkcji waluty międzynarodowej konieczne jest stworzenie dla nich płynnego rynku, gdzie rządy państw i prywatne

korporacje mogłyby emitować obligacje nominowane w SDR-ach⁵. Aby SDR-y zyskały szersze znaczenie na rynku międzynarodowym również banki musiałyby zaakceptować je jako walutę nominowania depozytów i kredytów.

Chińska propozycja z jednej strony zawiera postulat zwiększenia roli i znaczenia krajów rozwijających się w światowym systemie gospodarczym, a z drugiej zwiększenia ich roli w MFW, którego pozycja może ewoluować w kierunku animatora globalnej sceny finansowej. Takie spojrzenie wydaje się też sankcjonować szczyt G20 w Pittsburgu, który odbył się w trzeciej dekadzie września 2009 r. Bez wątplenia MFW odegrał istotną rolę w łagodzeniu skutków kryzysu. Widoczna jest znacząca zmiana filozofii stabilizacyjnej MFW, która od działania *ex post* (akacji ratunkowych, często obwarowanych restrykcyjnymi zastrzeżeniami) ewoluuje w kierunku interwencji *ex ante* (na bardziej elastycznych niż dotychczas warunkach). W połączeniu z pierwszą w historii MFW emisją obligacji sugeruje to wchodzenie Funduszu w funkcje banku centralnego świata. Ponadto w ramach zapewnienia płynności w światowym systemie gospodarczym MFW ustanowił 10 sierpnia 2009 r. czwartą poprawkę do swojego statutu, która umożliwiła zasilenie rezerw walutowych wszystkich państw należących do MFW w sumie o 21,5 mld SDR (czyli ok. 34 mld dolarów) w postaci SDR-ów⁶. Z tego powodu możliwość zaakceptowania SDR w funkcjach pieniądza światowego będzie w dużym stopniu zależała od dalszego sposobu działania MFW. Warto jednak pamiętać, iż wiele krajów zgłasza zastrzeżenia do dotychczasowej polityki i rekomendacji MFW (szczególnie wobec zaleceń dla krajów azjatyckich w okresie kryzysów z końca lat 90.). Często podkreśla się, że jest to wciąż niezreformowana instytucja o usztywnionym spojrzeniu na kwestie ekonomiczne (Rybiński, 2009). Za lepszego kandydata do roli banku centralnego świata wskazuje się Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei.

Tymczasem doraźne próby rozwiązania problemu waluty globalnej przyczyniają się do współpracy na rzecz tworzenia walut regionalnych.

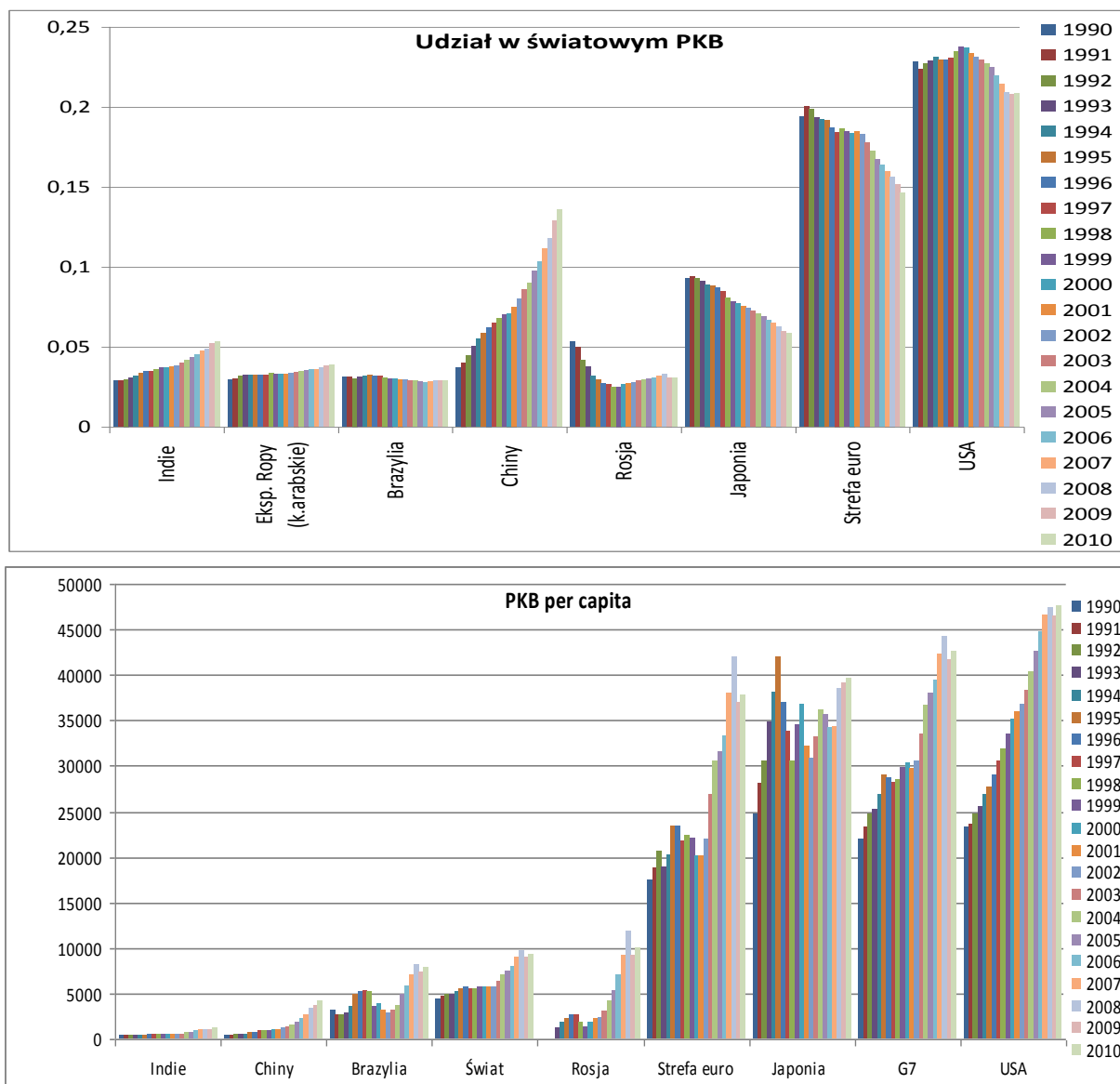
⁵ Eichengreen B., *The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition*, Foreign Affairs, NY, Sep/Oct 2009, Vol. 88, Iss. 5.

⁶ *Special Drawing Right (SDR) Allocations, Questions and Answers*, October 22, 2009, <http://www.imf.org/external/np/exr/faq/sdrallocfaqs.htm>.

Sprowadzają się do obustronnych porozumień, w ramach których Chiny, Rosja i Brazylia będą realizować rozliczenia w juanach lub rublach. Chiny podjęły pilotażowy program przejścia do rozliczeń handlowych z najbliższymi sąsiadami (Hongkong, Makao i 10 krajów Azji Południowo-Wschodniej) w juanach. Ponadto władze Chin zapowiedziały wzrost wydobycia złota oraz podwojenie rezerw w złocie w perspektywie najbliższych lat. Realizacji tego celu ma również służyć kupno złota za dolary z rezerw MFW. Innym instrumentem były umowy zawarte z Rosją, Brazylią i Ekwadorem, które w zamian za pożyczkę dolarową zagwarantowały Chinom dostawę ropy. Podobne działania podejmuje również Rosja, która deklaruje chęć uniezależnienia od dolara amerykańskiego i wykreowania rubla jako waluty regionalnej. Przykładem jest przejście na ruble w rozliczeniach z Białorusią i Kazachstanem oraz poszerzenie wykorzystania rubla na obszarze gospodarczym WNP.

Reforma MFW i wzrost roli krajów rozwijających się zwiększa szansę na umiędzynarodowienie walut tych krajów. Niemniej waluty globalne są emitowane przez kraje, które mają duży potencjał gospodarczy (absolutny PKB), duży udział w światowym eksporcie, dobrze rozwinięte, a przez to płynne rynki finansowe oraz instytucje zapewniające stabilność polityczną i ekonomiczną, co stanowi gwarancję utrzymania siły nabywczej pieniądza. Oznacza to, że ewentualny istotny wzrost znaczenia tych walut w gospodarce globalnej wymagałby reform instytucjonalnych, z którymi Chiny i Rosja w niektórych obszarach próbują sobie bezskutecznie poradzić od wielu lat. Szansa na tworzenie lokalnych stref walutowych będzie bowiem oparta na politycznej i ekonomicznej sile centrów gospodarczych emitujących takie waluty. Wymaga to poprawy jakości infrastruktury prawnej, umocnienia demokracji, większej liberalizacji gospodarki oraz wzrostu i poprawy płynności rynków finansowych – por. rys. 3.

Rys. 3 Udział poszczególnych grup krajów w światowym PKB (w %) oraz PKB per capita (w tys. USD).



Źródło: EIU

2. Determinanty awansu euro w roli waluty międzynarodowej

2.1. Stabilność makroekonomiczna i potencjał ekonomiczny

U progu trzeciego etapu UGW oceny perspektyw euro jako waluty międzynarodowej dzieliły ekonomistów. Sceptycznie o powodzeniu unii walutowej w Europie i przyszłości strefy euro wyrażali się szczególnie amerykańscy ekonomiści, np. Milton Friedman czy Rudiger Dornbush, który w 1996 r. pisał o wspólnej walucie jako „eurofantazji” (*Euro Fantasies*).

Oczekiwania te zbudowane były na doświadczeniach historycznych, wskazujących, że przemiany międzynarodowego systemu walutowego dokonywały się stopniowo (Raport NBP 2009).

Tymczasem obszar euro w znacznym stopniu wypełnił warunki konieczne do odgrywania przez wspólną walutę roli pieniądza międzynarodowego (duży udział w światowym handlu i PKB, dobrze rozwinięte rynki finansowe, stabilność ekonomiczna i polityczna kraju emitenta) – por. tab.2.

Tab. 2 Podstawowe wielkości makroekonomiczne dla UE, strefy euro, USA, Japonii i Chin

2008	Strefa Euro	UE	US	Japonia	Chiny
Populacja (w mln)	327,9	498,4	304,5	127,7	1328,02
PKB w wartościach absolutnych (w mln USD)	13,56	18,39	14,26	4,92	4,40
Udział w światowym eksporcie (w %)	28,8*	39,1*	8,5	5,2	8,9
Kapitalizacja rynków fin. (obligacji, akcji i aktywów sektora bankowego) w % PKB	557,6	580,7	445,0	546,6	b/d
Stopa inflacji (CPI)	3,3**	3,7**	3,8	1,4	5,9
Deficyt budżetowy (w % PKB)	-1,9	-2,3	-6,5	-2,5	0,6^
Dług publiczny (w % PKB)	69,3	61,5	56,0	156,1	18,4^
Saldo na rachunku obrotów bieżących (w % PKB)	0,1	-2,0	-5,0	4,4	11

* dane obejmują obroty pomiędzy krajami UE

** HICP

^2007

Źródło: IMF

Euro płynnie przejęło funkcje drugiej waluty międzynarodowej dzięki stabilności makroekonomicznej, gwarantującej jego siłę nabywczą oraz potencjałowi ekonomicznemu strefy euro. Dzięki wiarygodności Europejskiego Banku Centralnego, jego niezależności i skuteczności prowadzonej polityki pieniężnej oraz regułom fiskalnym rośnie zaufanie do

instytucji europejskich⁷. Jednocześnie bardziej umiarkowane podejście krajów Europy do implementowania nadzwyczajnych działań w polityce pieniężnej i fiskalnej, w reakcji na kryzys, może się w średnim i długim okresie okazać korzystne⁸. W perspektywie wzrostu ryzyka inflacji i wzrostu stóp procentowych mniejsze zadłużenie może ułatwiać pokonanie trudności pokryzysowych.

Ponadto zaufanie do europejskiego pieniądza oparte jest na dużym potencjale ekonomicznym strefy euro, która wytwarzała w 2008 r. ok. 15% światowego PKB i jednocześnie była największym eksporterem świata. Ponadto potencjał ten należy rozpatrywać nie tylko w kategoriach obecnych szesnastu krajów członkowskich, ale również perspektyw jej rozszerzenia. Jedynie dwa kraje spośród UE 27 mają możliwość nieprzyjmowania euro (Dania i Wielka Brytania). Ostatecznie wielkość wytwarzanego PKB, wolumen eksportu i jego dywersyfikacja oraz rozmiar rynku docelowego dla zewnętrznych podmiotów ulegną zwiększeniu. Wówczas użyteczność pieniądza funkcjonującego na szerokim rynku wzrośnie, co powinno sprzyjać wzmocnieniu efektów sieci.

Warto również zwrócić uwagę, że w wyniku kryzysu finansowego zmianie może ulec percepcja euro w krajach UE 3 (Dania, Szwecja i Wielka Brytania), które nie przyjęły euro. Reade i Volz (2009) przytaczają za Buiterem „czworokąt niespójności” (*inconsistent quartet*) wynikający z następujących specyfik gospodarek UE 3: gospodarki stosunkowo małe i otwarte, relatywnie duży i umiędzynarodowiony sektor bankowy (finansowy), ograniczona zdolność finansów publicznych do potencjalnego przejęcia zobowiązań sektora finansowego oraz brak waluty międzynarodowej. Wszystkie te czynniki eksponują gospodarkę na pewne ryzyka, które mogą się materializować w momencie zawirowań kryzysowych. Buiter wskazuje, że przystąpienie do strefy euro rozwiązuje problem braku waluty

⁷ Rogoff K. *Europa nie może czekać z reformami, aż pojawi się nowy George Bush*, www.project-syndicate.org

⁸ Dodatkowo wiarygodność euro może wzmacniać fakt, że EBC zachowuje swą neutralność względem międzynarodowej roli euro. Pozostaje w roli baczego obserwatora niż raczej animatora procesu.

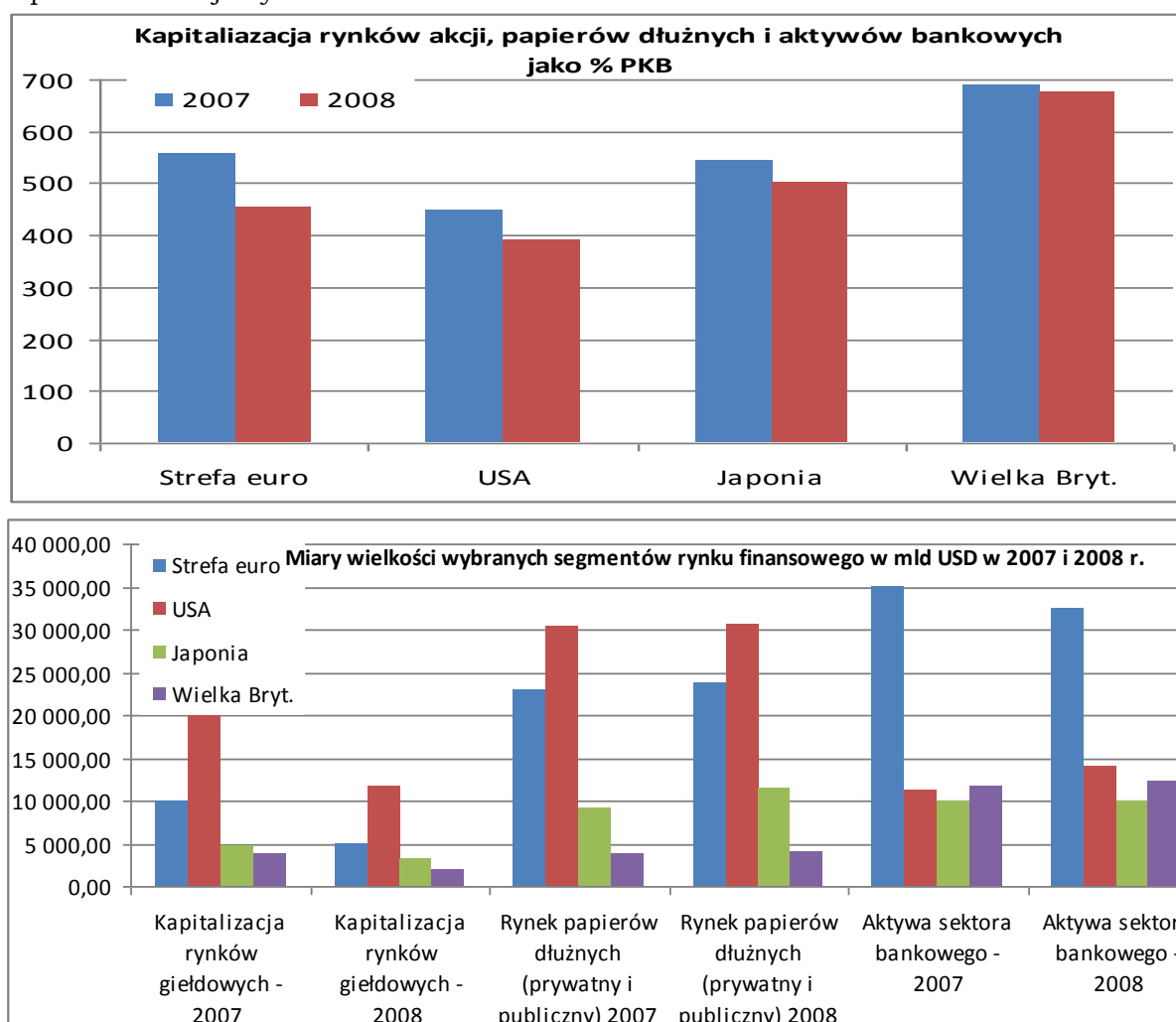
międzynarodowej oraz w pewnej mierze problem ryzyka w systemie finansowym poprzez eliminację (obniżenie) premii za ryzyko. Szereg badań potwierdza, że integracja rynków finansowych przyspieszyła intensywnie po wprowadzeniu euro. Procesy te nie wystąpiły w takiej skali w gospodarkach UE pozostających poza obszarem wspólnej waluty. Należy jednak przyjąć, że w miarę uzdrawiania światowego systemu gospodarczego oraz gospodarek UE 3, prawdopodobieństwo ich akcesji do strefy euro będzie spadało.

2.2. Ekspansja w funkcji waluty inwestycyjnej

Sprawne przejęcie funkcji drugiej waluty międzynarodowej wynika z szybkiej i relatywnie głębokiej integracji rynków finansowych krajów członkowskich strefy euro. Kluczowe znaczenie w intensyfikacji tego procesu miała eliminacja ryzyka kursowego, ujednoczenie polityki pieniężnej i przyjęcie reguł koordynujących politykę fiskalną. Sprzyjało to redukcji zjawiska *home bias*, które sprawia, że inwestorzy są w większym stopniu skłonni wybierać aktywa emitowane przez przedsiębiorstwa z ich kraju i ich walucie⁹. Mimo, że bariery w idealnej transgranicznej integracji rynków wciąż istnieją (bariery prawne, kulturowe, organizacyjne i instytucjonalne – brak jednolitej ochrony konsumentów czy nadzorów), utworzenie dużego i płynnego rynku sprawiło, że pełnienie przez euro funkcji waluty inwestycyjnej podlega najszybszej ekspansji – por. rys. 4. Jest to jeden z najbardziej odczuwalnych efektów utworzenia unii walutowej, który umożliwił przejęcie roli drugiej waluty międzynarodowej. Dotyczy to wykorzystania euro w obrocie prywatnym, a w szczególności na rynku instrumentów dłużnych oraz akumulacji rezerw dewizowych w sferze publicznej.

⁹ Innymi słowy Brytyjczycy mają więcej akcji brytyjskich podczas gdy Amerykanie amerykańskich. W USA zaobserwowano nawet zjawisko „*home bias at home*” które przejawiało się tym, iż inwestorzy instytucjonalni nabywający aktywa finansowe częściej kupowali te emitowane przez podmioty z ich regionu (Kalemli-Ozcan S., Sørensen B.E., Yosha O. 2004) Wydaje się, iż jednym z motywów takiego postępowania jest dążenie do eliminacji kosztów transakcyjnych, na które składają się koszty zbierania informacji o inwestycji i oszacowania ryzyka inwestycji, które mogą wzrastać wraz ze zwiększeniem się odległości geograficznej.

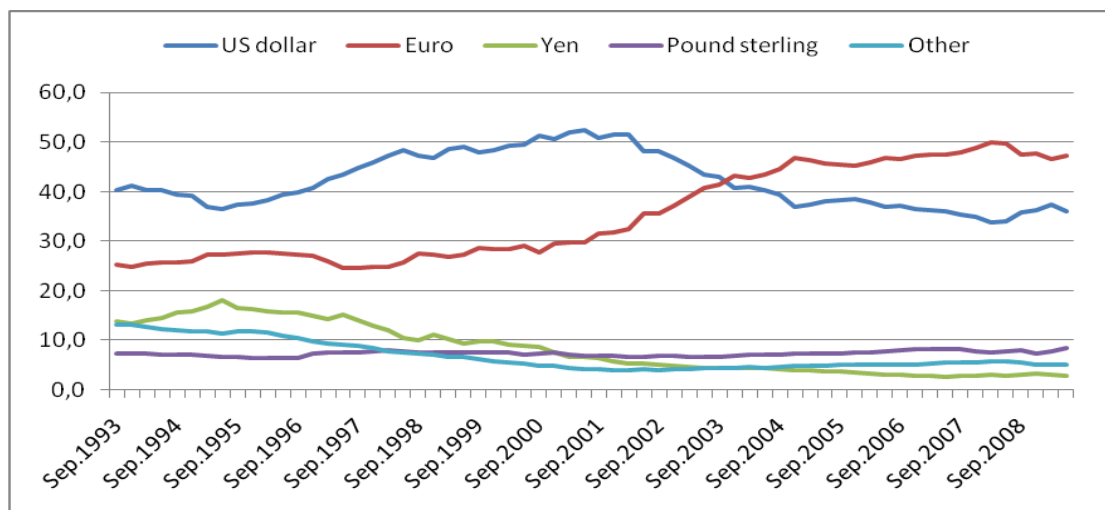
Rys.4. Kapitalizacja rynków oraz wielkość podstawowych segmentów w strefie euro, USA, Japonii i Wielkiej Brytanii



Źródło: IMF 2009

W ocenie udziału euro w emisji papierów dłużnych powszechnie stosuje się dwie miary: a) uwzględnienie całkowitej emisji papierów dłużnych nominowanych w euro przez wszystkie podmioty w skali świata (szeroka miara) oraz b), emisję papierów dłużnych nominowanych w euro przez podmioty spoza strefy euro (wąska miara). W pierwszym przypadku euro debiutując w 1999 r. z niespełna 30% udziałem w międzynarodowej emisji papierów dłużnych, po 2002 r. wyprzedziło dolara amerykańskiego i na koniec 2008 r. osiągnęło udział na poziomie niespełna 48%. W wąskim rozumieniu międzynarodowej roli euro jako środka przechowywania wartości, na rynku emisji papierów dłużnych udział euro jest mniejszy i wciąż ustępuje dolarowi amerykańskiemu (wzrost z 22% w 1999 r. do 32,2 % w 2008, udział dolara na koniec 2008 - 44%) – por. rys. 5.

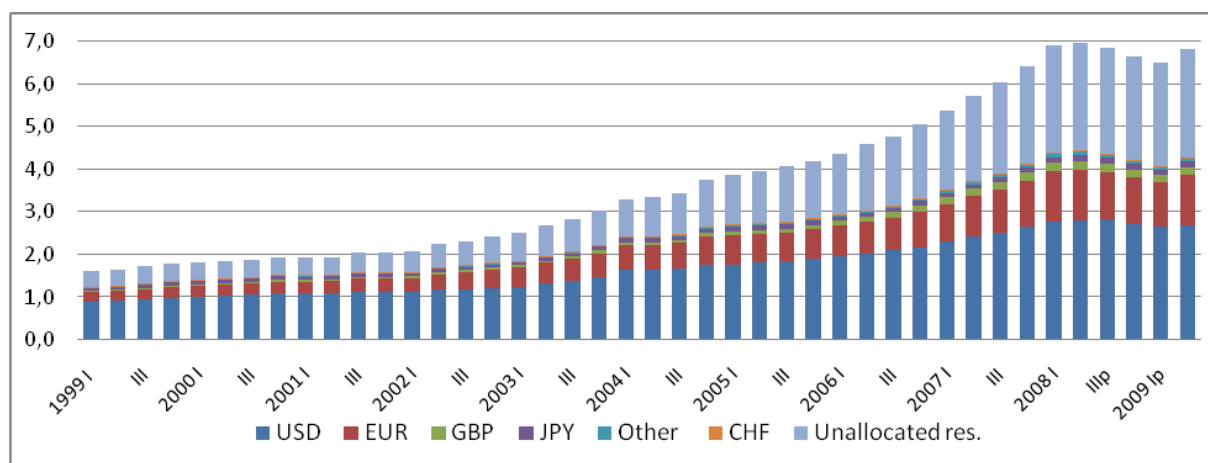
Rys. 5 Udział walut w emisji papierów dłużnych (szeroka miara) – w %

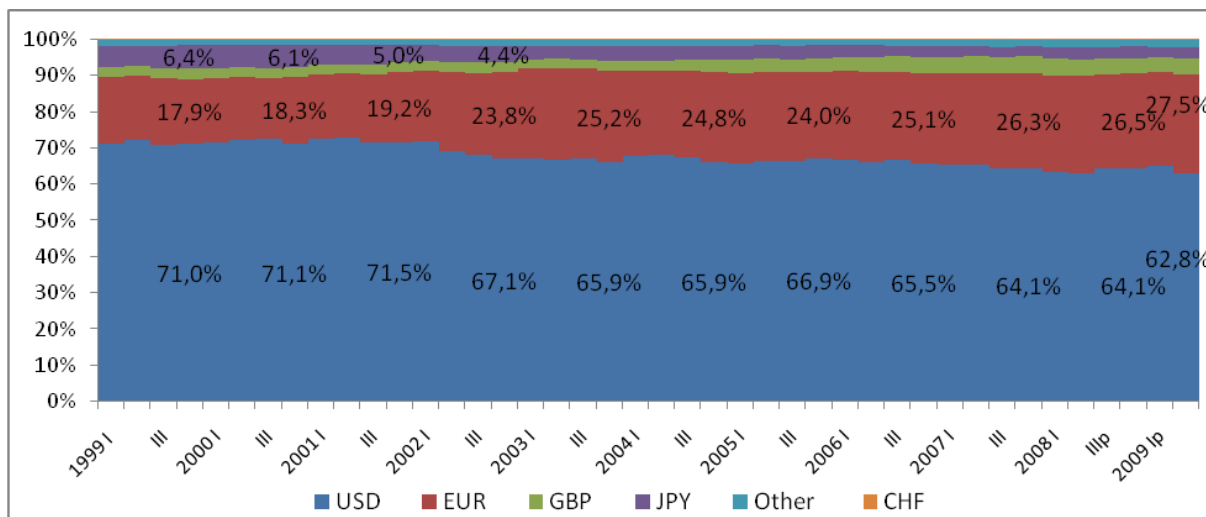


Źródło: BIS

W sferze publicznej przejęcie funkcji waluty inwestycyjnej (w roli rezerw dewizowych) przebiegało znacznie wolniej, ale w tym obszarze również można odnotować znaczący postęp. Biorąc pod uwagę fakt, że zbyt szybka zmiana struktury rezerw międzynarodowych mogłaby prowadzić do niestabilności systemu, wzrost udziału euro z poziomu 18% w 1999 r. do 25 % w 2007 r. i 26,5% w 2008 r. należy uznać za sukces. Wstępne dane IMF za drugi kwartał 2009 roku wskazują na dalszy wzrost udziału euro w światowych rezerwach walutowych do poziomu 27,5% - por. rys. 6.

Rys.6 Wielkość i struktura światowych rezerw walutowych w bln dolarów





Źródło: IMF, COFER, wrzesień 2009

2.3. Euro w roli jednostki rozliczeniowej

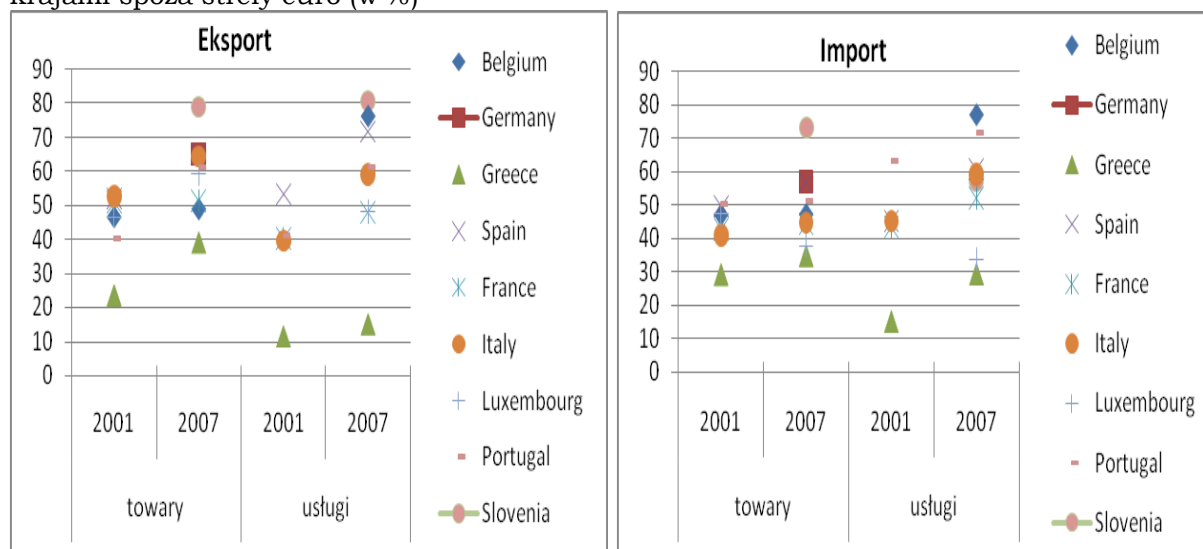
Euro osiągnęło również wysoką akceptację w realizacji funkcji jednostki rozliczeniowej, zarówno w sferze prywatnej, jak i publicznej. Posiadanie powszechnie akceptowanego na świecie środka płatniczego pozwala fakturować znaczną część eksportu i importu w walucie krajowej. Euro stało się walutą fakturowania handlu także w przypadku transakcji z partnerami spoza strefy euro. Korzyści z pojawienia się euro najbardziej odczuły kraje, których waluty narodowe funkcjonujące przed przyjęciem euro odgrywały tradycyjnie małą rolę (peseta hiszpańska, escudo portugalskie).

Jeśli spojrzymy na pieniądz jako swego rodzaju środek komunikacji, to euro jest wehikulem, który napędza handel i inwestycje. Jest wiele argumentów mówiących, iż do pewnego stopnia euro wykreowało handel nie tylko pomiędzy krajami strefy euro, lecz również na linii strefa euro - reszta świata. Dzięki euro podmiotom ze strefy euro łatwiej było wyjść poza własny rynek, ponieważ posiadały walutę międzynarodową. Równocześnie konkurenci spoza strefy euro mieli ułatwiony dostęp do jej rynku – również w efekcie wykorzystania jednej waluty.

W 2007 r. około połowa handlu poza strefę euro była rozliczana w euro. Pod tym względem wyniki poszczególnych krajów znacznie się różnią w zależności od kierunku przepływów towarowych. Zarówno w przypadku

wymiany towarowej jak i handlu usługami z krajami spoza strefy euro Grecja odnotowała najniższe współczynniki rozliczania w walucie euro, zaś najwyższe Słowenia, Belgia i Portugalia – por. rys. 7.

Rys. 7. Udział rozliczeń w euro w międzynarodowych obrotach towarami i usługami z krajami spoza strefy euro (w %)



Źródło: *The international role of the euro*, ECB, lipiec 2009

W krajach UE nienależących do strefy euro rozliczanie wymiany handlowej w tej walucie również nieznacznie wzrosło. Może to wynikać z efektu sieci, kiedy to kraj położony w regionie posługującym się daną walutą w rozliczeniach handlowych sam zaczyna używać tej waluty w rozliczeniach swojego handlu. W przypadku nowych krajów członkowskich UE czynnik ten wzmacnia fakt, że kraje te są silnie powiązane finansowo, handlowo i inwestycyjnie ze strefą euro.

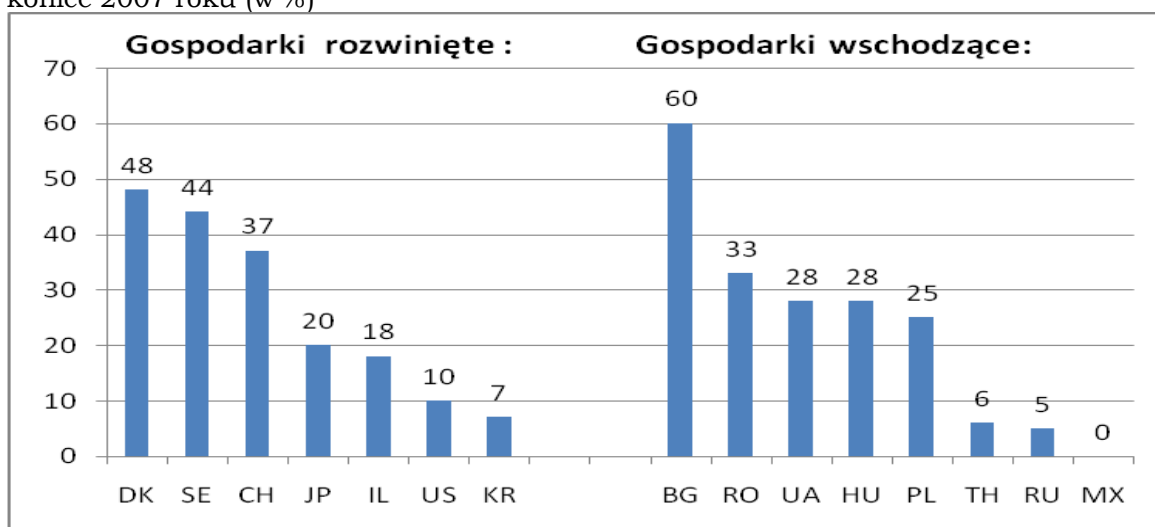
Wykorzystanie euro jako waluty fakturowania może w pewnej mierze rozwiązać problem braku dostatecznego stopnia integracji ze strefą euro. Posiadanie powszechnie akceptowalnego na świecie środka płatniczego umożliwia bowiem fakturowanie handlu również poza strefę euro, co przecina kanał transmisji zmian kursowych na wewnętrzny poziom cen (EBC, 2009). Wciąż jednak w handlu z krajami surowcowymi, USA i Kanadą dominują rozliczenia w dolarach.

2.4. Euro jako waluta regionalna

W obrocie prywatnym i publicznym we wszystkich funkcjach euro jest wykorzystywane głównie w geograficznym sąsiedztwie emitenta, czyli w państwach UE i Europy, a w mniejszym stopniu w Afryce, Azji czy Ameryce Południowej. Dla podmiotów z krajów UE 3 strefa euro daje możliwość lokowania kapitału i pozyskania kapitału, głównie na rynku papierów dłużnych. Nowe państwa członkowskie UE korzystają z głębokiego rynku kredytowego strefy euro.

Jak wspomniano wcześniej euro przyczyniło się do intensywnego rozwoju rynku papierów dłużnych. Głównym beneficjentem rozwoju segmentu rynku papierów dłużnych są instytucje finansowe strefy euro. Poza strefą euro najważniejszymi emitentami są instytucje finansowe krajów UE spoza strefy euro – głównie Dania, Szwecja i Wielka Brytania, kraje Ameryki Północnej oraz kraje Europy Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej¹⁰. Najważniejszymi emitentami papierów dłużnych w euro są kraje UE 3, których udział w czwartym kwartale 2008 roku był szacowany na 47,5% oraz kraje Ameryki Północnej z udziałem 23,3%.

Rys.8 Udział papierów dłużnych denominowanych w euro w portfelach inwestycyjnych na koniec 2007 roku (w %)



Źródło: *The international role of the euro*, ECB, lipiec 2009

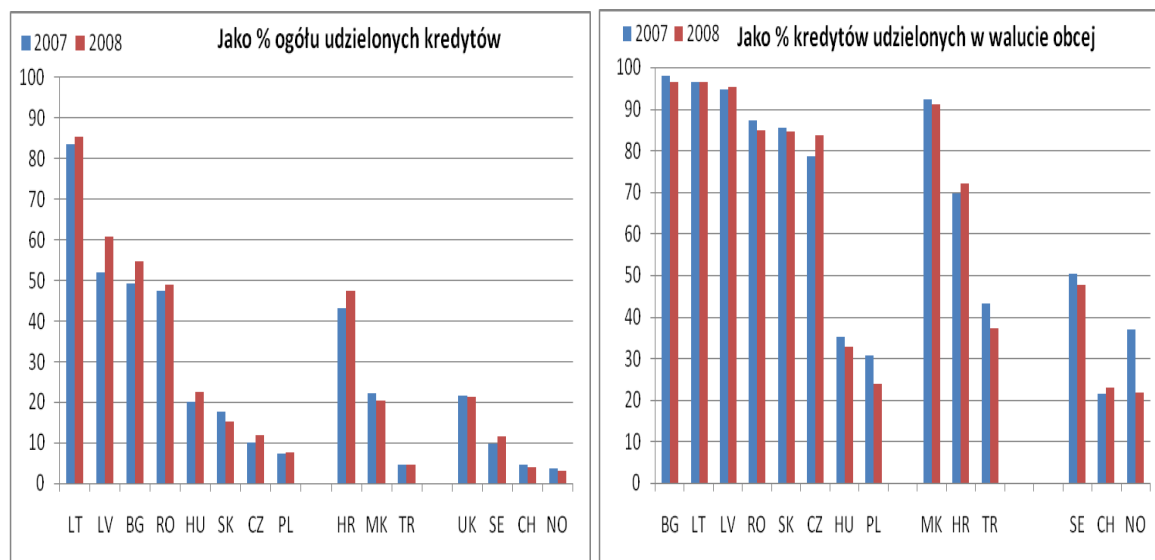
¹⁰ Na międzynarodowym rynku papierów dłużnych nominowanych w euro prawie trzy czwarte instrumentów pod koniec 2008 roku było emitowanych przez sektor finansowy, z czego największy udział miały instytucje z siedzibą w Wielkiej Brytanii.

Drugim istotnym aspektem regionalnego wykorzystania euro jest wysoki udział euro w kredytach i depozytach krajów EU. Zawierania na rynkach finansowych przyczyniły się do wzrostu awersji do ryzyka i niedoborów kapitału, co przełożyło się na zmniejszenie międzynarodowego rynku kredytów z 6,2 do 5,1 bln dolarów do marca 2008 roku. Mimo, że wpłynęło to na deprecjację walut względem euro (lub dolara) i zwiększyło koszty obsługi długu, wartość kredytów zaciągniętych w euro utrzymała się na dość wysokim poziomie w 2008 roku – por. rys 9. Jak wynika z badań IMF na grupie krajów członkowskich UE będących poza strefą euro przyczyną takiego stanu rzeczy jest samo członkostwo tych państw w UE¹¹. Związana z nim perspektywa przystąpienia do strefy euro, wpływa na wzrost oczekiwań stopniowej aprecjacji walut krajowych oraz konwergencji cen i płac do poziomu obserwowanego w krajach Europy Zachodniej. To pozwala sądzić, że samo członkostwo w Unii Europejskiej skłania sektor prywatny do podejmowania ryzyka kursowego.

Również wynikająca z członkostwa w Unii integracja rynków finansowych zwiększyła powiązanie banków lokalnych z kapitałem zagranicznym. Jest to szczególnie istotne w przypadku nowych krajów członkowskich i przejawia się wysokim udziałem kapitału zagranicznego w aktywach sektora bankowego (60 – 100 %). W sytuacji, gdy kryzys na rynkach finansowych spowodował zmniejszenie płynności w systemie bankowym, banki lokalne finansowały swoją działalność kapitałem z zagranicznych centrali przenosząc ryzyko kursowe na klientów.

¹¹ Rosenberg Ch., *Foreign Currency Borrowing for Central Europe and Baltics*, Europe's Emerging Markets, 28 października 2008

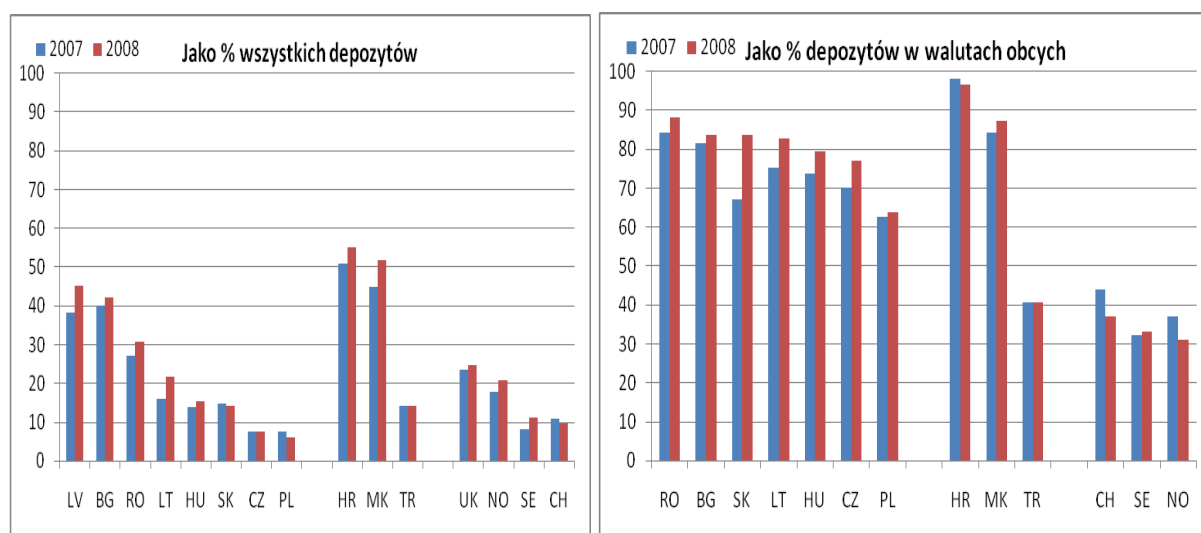
Rys.9 Udział euro w kredytach wybranych krajów członkowskich i kandydujących (w %)



Źródło: *The international role of the euro*, ECB, lipiec 2009

Kryzys finansowy wpłynął również na zmniejszenie globalnego rynku depozytów w walutach obcych, który w czwartym kwartale 2008 roku wart był 5,8 bln dolarów, z czego na euro przypadało 22,4% wszystkich depozytów nominowanych w walucie obcej. W krajach UE będących poza strefą euro oraz w krajach kandydujących udział depozytów nominowanych w euro w ogólnej liczbie depozytów nominowanych w walutach obcych oraz w stosunku do wszystkich depozytów wzrósł – por. rys. 10.

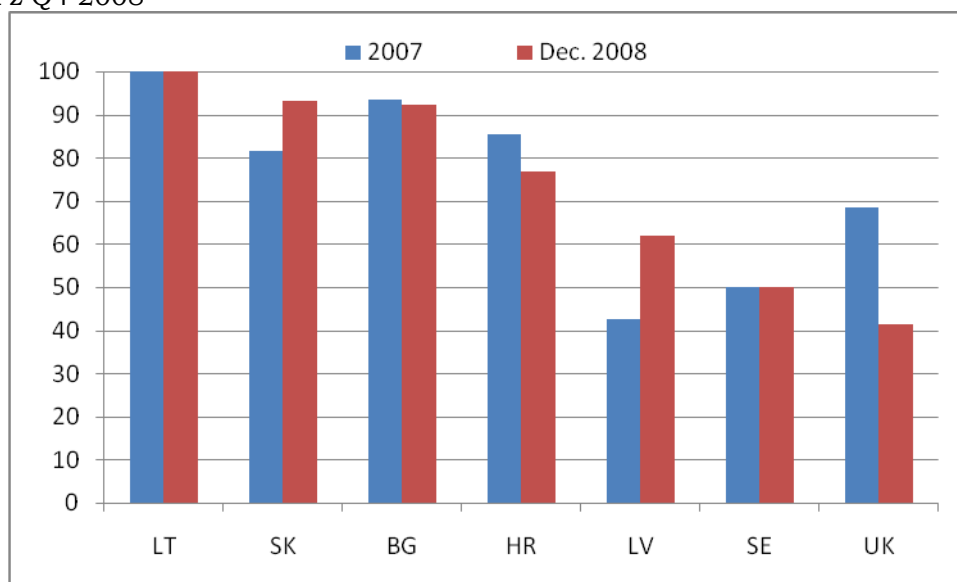
Rys.10 Udział euro w depozytach wybranych krajów członkowskich i kandydujących (w %)



Źródło: *The international role of the euro*, ECB, lipiec 2009

W funkcji środka przechowywania wartości oraz jednostki rozliczeniowej w sferze publicznej kraje będące poza strefą euro wykorzystują euro jako kotwicę nominalną (*anchor currency*), z którą powiązanych jest 45 walut, zarówno państw europejskich, jak również afrykańskich i azjatyckich (EBC, 2009: 8). W przypadku rezerw dewizowych w euro stosunkowo wysoki stopień akumulacji występuje w państwach UE i waha się od 40% do 100% - por. rys. 11.

Rys. 11 Udział euro w rezerwach walutowych niektórych krajów UE i Chorwacji po kursie stałym z Q4 2008



Źródło: *The international role of the euro*, ECB, lipiec 2009

Euro w obiegu gotówkowym

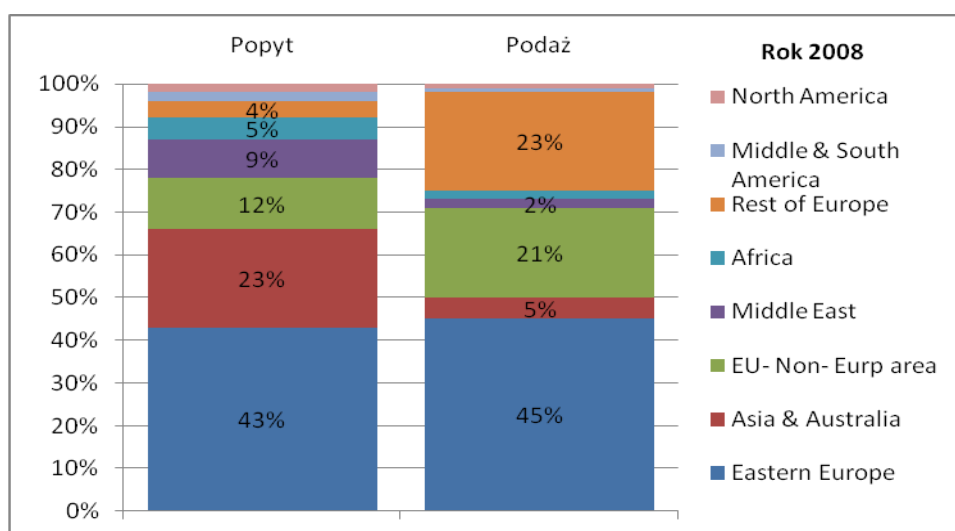
Wykorzystanie euro w obiegu gotówkowym, w krajach poza strefą euro, również dotyczy w największym stopniu jej geograficznego sąsiedztwa, czyli krajów UE. W 2008 r. wartość obiegu gotówkowego euro przekroczyła wartość USD w obiegu. Zgodnie z danymi EBC wartość monet i banknotów euro w obiegu na koniec roku 2008 wyniosła 783 miliardy euro, co odpowiadałoby 1 152 miliardom dolarów po średnim kursie z 2008 roku, z kolei dane FED na koniec grudnia 2008 określają wartość dolarów w obiegu na 853 miliardy¹².

¹² <http://www.ecb.europa.eu/stats/euro/circulation/html/index.en.html>,
http://www.federalreserve.gov/paymentsystems/coin_currircvalue.htm

Jak wskazuje lipcowy raport EBC trudno jest precyzyjnie ocenić skalę obiegu banknotów poza strefą euro. Dolną granicę można wyznaczyć na podstawie informacji monetarnych instytucji finansowych o akumulacji przepływów netto poza obszar strefy euro. Tak liczone przepływy euro miały wartość około 95 miliardów euro pod koniec grudnia 2008. Powyższą liczbę należałoby powiększyć o przepływy banknotów wynikające z turystyki i przekazów dokonywanych przez pracowników pracujących w strefie euro. Szacunki EBC (EBC, 2009) wskazują, że około 10-20% gotówki nominowanej w euro krąży poza strefą euro.

W 2008 r. odnotowano najwyższy od 2002 roku popyt na banknoty euro, który nasilił się po zawirowaniach na rynkach finansowych we wrześniu 2008. Mieszkańcy krajów sąsiadujących z strefą euro przechowują euro w celach transakcyjnych, ze względu na perspektywę przyjęcia waluty euro w przyszłości oraz tradycję niedawnego akumulowania marki niemieckiej jako środka przechowywania wartości. W regionach na wschód od UE gotówka euro używana jest w dużych transakcjach i jako środek przechowywania wartości. Użycie banknotów euro w pozostałych częściach świata nieznacznie wzrosło, lecz pozostało umiarkowane –por. rys. 12.

Rys.12. Popyt i podaż na banknoty euro poza strefę euro w podziale regionalnym (w %)



Źródło: *The international role of the euro*, ECB, lipiec 2009

Cykliczne badania ankietowe OeNB (EBC, 2009), dotyczące przechowywania gotówki w zagranicznych walutach wykazały, że mieszkańcy

Europy Środkowej i Wschodniej (Polska, Czechy, Węgry) gromadzą gotówkę w euro, by dokonywać zakupów w sąsiadującej z nimi strefie euro, podczas gdy mieszkańcy Europy Południowo-Wschodniej (Chorwacja, Albania, Macedonia, Serbia, Bośnia i Hercegowina) uznają gotówkę w euro za środek przechowywania wartości. Badania przeprowadzone na jesieni 2007 r. i na wiosnę 2008 r. wykazały, że kryzys finansowy nie wpłynął na przesunięcia w preferencjach co do struktury i ilości przechowywanej gotówki.

2.5. Euro jako katalizator przemian globalnego systemu finansowego

Literatura przedmiotu wskazuje, iż euro, obok takich czynników jak deregulacja sektora bankowego, rozwój technologii informatycznych oraz wzrastająca konkurencja ze strony pośredników niebankowych, przyczyniło się w znacznym stopniu do integracji i globalizacji światowych rynków finansowych (Kapopoulos i Siokis 2005). Wprowadzenie euro wywarło bowiem ogromny wpływ na cały międzynarodowy system finansowy tworząc rynek o potencjale porównywalnym w niektórych segmentach do rynku dolarowego.

Jak wskazują wstępne obserwacje z przebiegu kryzysu euro wniosło stabilizację do globalnego systemu walutowego i finansowego (Knigth, 2008). Korzyść z funkcjonowania kilku walut w międzynarodowym systemie finansowym wynika z faktu, że podmioty globalne mają większą swobodę w zakresie wyboru tzw. kotwicy nominalnej. Jest to szczególnie istotne w przypadku zjawisk kryzysowych, które jak pokazuje doświadczenie, wynikały często z powiązania gospodarek rozwijających się z kotwicą nominalną, nieopartą na realnych fundamentach ekonomicznych (integracja rynków i czynników produkcji). Dla krajów, które mają silne powiązania handlowe i inwestycyjne ze strefą euro więcej korzyści przyniesie przywiązanie do euro niż do dolara.

Ponadto supremacja dolara utrwaliła się w wyniku braku alternatywnej waluty o tak dużym zasięgu i powszechności wykorzystania. Tymczasem, jak pokazał kryzys finansowy, powszechny dostęp do drugiej

globalnej waluty pozwala na zawieranie i rozliczania transakcji przy mniejszym ryzyku. Globalny szok uderzający w walutę kraju X może być absorbowany dzięki funkcjom międzynarodowym waluty Y. Knight (Knight, 2008) wskazuje, oceniając zawirowania ze wstępnej fazy kryzysu (do maja 2008 r.), że kryzys finansowy byłby prawdopodobnie bardziej dotkliwy dla krajów strefy euro, jak i dla świata, gdyby nie waluta euro.

Reasumując, przejęcie przez euro funkcji pieniądza międzynarodowego można rozpatrywać w przekroju funkcji jakie realizuje (środek wymiany, środek gromadzenia wartości oraz jednostka rozliczeniowa) oraz sfery wykorzystania (prywatna i publiczna) – por. tab.3. Silna pozycja euro jako waluty inwestycyjnej wynika z faktu, że wprowadzenie wspólnego pieniądza było jednym z najważniejszych czynników rozwoju i integracji rynków finansowych strefy euro, dzięki eliminacji ryzyka kursowego jako głównej przyczyny fragmentacji rynków. Połączone jedną walutą rynki finansowe charakteryzują się relatywnie wysokim poziomem rozwoju, wyrażającym się dużą różnorodnością oferowanych instrumentów finansowych oraz stosunkowo dużą kapitalizacją rynków obligacji, akcji oraz aktywów sektora bankowego. Euro odnotowało również istotny postęp w pełnieniu funkcji jednostki rozliczeniowej, szczególnie w sferze prywatnej. Sprzyja to fakturowaniu w tej walucie handlu poza strefę euro, co redukuje ryzyko kursowe i zmniejsza wpływ wahań kursowych na wewnętrzny poziom cen. Euro jako środek wymiany w roli tzw. waluty przejścia na rynku walutowym oraz waluty interwencji ma najmniejsze znaczenie w zakresie rozpatrywanych funkcji i pozostaje drugą walutą po dolarze amerykańskim. Główną determinantą wyboru waluty przejścia (funkcja ta jest realizowana również poza rynkiem walutowym) są niskie koszty transakcyjne, a na skutek długiej historii wykorzystywania dolara w tej roli i wykształconej dzięki temu infrastruktury, korzyści w przypadku zastosowania waluty amerykańskiej są większe. Niemniej jednak duże zastosowanie euro w roli waluty fakturowania powinno sprzyjać zwiększeniu jego zastosowania jako waluty przejścia. Mimo powszechnej akceptacji w funkcji waluty międzynarodowej euro wciąż zostaje walutą regionalną,

Tab. 3 Funkcje waluty międzynarodowej wg klasyfikacji Cohena

Funkcja/ doświadczenia euro	Sfera prywatna	Doświadczenia euro	Sfera oficjalna	Doświadczenia euro
Środek tezauryzacji	<p>Waluta inwestycyjna</p> <p>***</p> <p>Denominowanie instrumentów finansowych, alokacja portfela</p>	<p>Wzrost międzynarodowych emisji papierów dłużnych z 30% do 48% - szeroka miara (połowa 2007r.)</p> <p>Niska kapitalizacja giełd euro</p>	<p>Waluta rezerwowa</p> <p>***</p> <p>Denominowanie oficjalnych rezerw międzynarodowych</p>	<p>Wzrost światowych rezerw walutowych utrzymywanych w euro z 18% w 1999 r. do 26,5 % w 2008 r.</p>
Jednostka Roliczeniowa	<p>Waluta fakturowania handlu zagranicznego</p> <p>**</p>	<p>W 2007 r. rozliczenia handlu międzynarodowego w € w obrotach towarowych wyniosły w poszczególnych krajach - imporcie: od 35 do 73% - eksporcie: od 40 do 70 %</p>	<p>Waluta zaczepu (kotwica stabilizacyjna) lub miernik kursów walutowych</p> <p>**</p>	<p>45 walut państw europejskich, afrykańskich i azjatyckich jest powiązanych z euro</p>
Środek wymiany	<p>Waluta przejścia</p> <p>*</p>	<p>Euro pozostaje drugą po dolarze walutą przejścia. Jego udział w obrotach międzynarodowym rynku finansowym od początku XXI wieku jest stabilny na poziomie ok. 37%</p>	<p>Waluta interwencyjna</p> <p>*</p>	<p>Znaczenie euro w tej funkcji jest w pewnym stopniu pochodną jego wykorzystania jako jednostki rozliczeniowej</p>

* - umiarkowany wzrost znaczenia euro

** - istotny wzrost znaczenia euro

*** - bardzo duży wzrost znaczenia euro

Źródło: Raport NBP 2009 oraz modyfikacje i uzupełnienia własne

3. Euro ofiarą własnego sukcesu ?

3.1. Potencjalne scenariusze na rynku walutowym

Z punktu widzenia kształtowania się potencjalnego przebiegu zdarzeń w międzynarodowym systemie finansowym warto rozważyć następujące scenariusze – por. rys. 13. **Scenariusz I (bazowy)**, w którym następuje aprecjacja euro (względem reszty świata) można uznać za najbardziej prawdopodobny. Wynika on z założenia deprecjacji dolara i płynnego przejścia przez euro roli waluty międzynarodowej, co sprzyja powszechności jego globalnego zastosowania. Dzięki porównywalnej płynności rynku finansowego i zaufaniu do stabilności euro, jak również instytucji europejskich, euro może stać się walutą ucieczki od dolara. Nawet jeśli nie nastąpi zdecydowane odejście od dolara, euro może być „skazane” na aprecjację na skutek wciąż niedoważonego udziału w portfelach inwestycyjnych globalnych graczy. Dodatkowym czynnikiem potencjalnej aprecjacji euro jest proces poszerzania UE i strefy euro. Powinno to sprzyjać popytowi na euro i jednocześnie przyczyniać się do zwiększenia potencjału ekonomicznego UE i strefy euro, jak i większych efektów sieci wynikających z rosnącej użyteczności pieniądza, którym posługuje się coraz więcej państw i ich obywateli. Scenariusz bazowy zakłada również aprecjację złotego względem walut reszty świata, w tym euro. Wynika to z relatywnie dobrych wyników gospodarczych i przynależności do UE. Bezpośrednio na drodze do strefy euro aprecjację złotego będzie wspierać wiarygodna, poparta reformami, realizacja kryteriów konwergencji nominalnej. Do momentu włączenia do ERM II ewentualna aprecjacja złotego powinna odbywać się w tempie zgodnym ze wzrostem konkurencyjności polskich przedsiębiorstw. Innymi słowy kurs nominalny będzie się zmieniał w tempie zbliżonym do tempa aprecjacji kursu równowagi. Włączenie i pobyt w ERM II może jednak przyspieszyć proces aprecjacji nominalnej polskiej waluty z uwagi na konstrukcję kryteriów (większa akceptowalność dla aprecjacji niż deprecjacji) oraz proces doganiania (tzw. efekt Balassy-Samulesona).

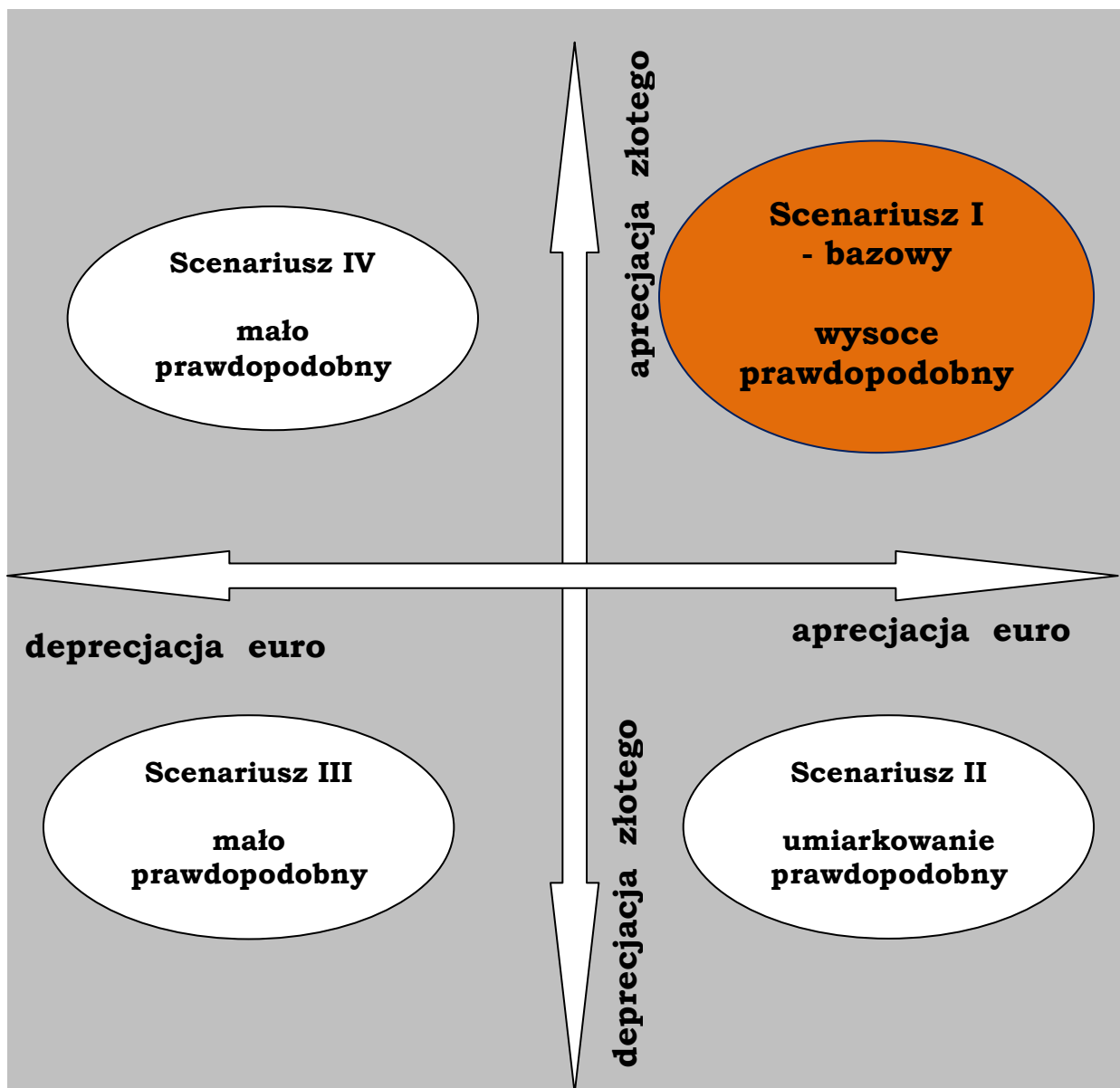
Scenariusz II, który zakłada aprecjację euro i jednocześnie deprecjację złotego wydaje się znacznie mniej prawdopodobny, zwłaszcza w warunkach wyznaczenia wiarygodnej, popartej reformami i szerokim uznaniem

społecznym ścieżki do strefy euro. Pobyt w ERM II, gdzie deprecjacja jest mniej akceptowalna sprawia, że scenariusz jest mało prawdopodobny. Niemniej jednak w skrajnie pesymistycznym wariacie przebiegu procesów gospodarczych w Polsce możliwy jest kryzys walutowy i napięcia w ERM II. Poza ERM II deprecjacja złotego jest również możliwa w warunkach powrotu globalnej awersji do ryzyka i ucieczki do aktywów o wysokiej klasie wiarygodności.

Scenariusz III zakłada równoczesną deprecjację zarówno euro jak i złotego. Deprecjacja euro na rynkach międzynarodowych musiałaby się jednak odbywać w warunkach aprecjacji dolara. Taki scenariusz jest możliwy kiedy zaistnieje co najmniej jeden z wymienionych czynników: USA wychodzą z problemów gospodarczych w relatywnie w szybkim tempie, utrzymuje się niepewność ekonomiczna i polityczna w międzynarodowym systemie gospodarczym i finansowym oraz następują niekorzystne zmiany w strefie euro.

Scenariusz III należy uznać za raczej mało prawdopodobny, podobnie jak **scenariusz IV**, który zakłada deprecjację euro i aprecjację złotego. Trudno znaleźć silne argumenty za jego realizacją. W skrajnie pesymistycznym rozwoju wypadków musiałoby to oznaczać złą lub bardzo złą kondycję gospodarki europejskiej i relatywnie dobrą Polski. Z uwagi na silne powiązania finansowe, handlowe i inwestycyjne taka sytuacja nie mogłaby jednak trwać długo.

Rys.13. Potencjalne scenariusze zachowań PLN i EUR w najbliższych latach



Źródło: Opracowanie własne

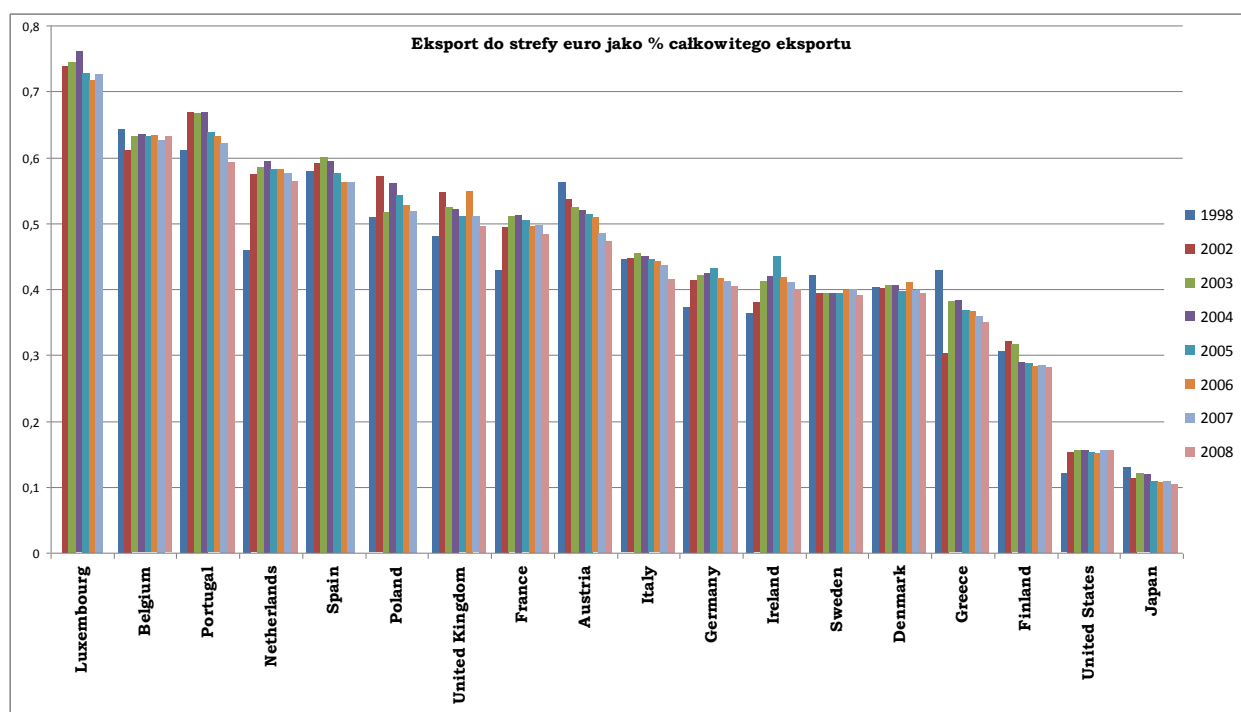
3.2. Ryzyko pogłębienia dywergencji pomiędzy krajami strefy euro

Relatywnie wyższe stopy procentowe w strefie euro oraz przedstawione powyżej czynniki prowadzące do aprecjacji euro mogą doprowadzić do zaostrzenia różnic w przebiegu cykli gospodarczych między krajami europejskimi. Może to wynikać z następujących czynników. Po pierwsze, z różnej skali otwartości krajów strefy euro na handel z innymi krajami strefy euro. Po drugie, z różnych doświadczeń w zakresie przemian

konkurencyjności handlu oraz zdolności do podjęcia międzynarodowej konkurencji w ostatnich latach. Po trzecie, z różnej skali negatywnych konsekwencji kryzysu oraz zdolności do ich absorpcji, wynikającej z odmiennej ekspozycji na ryzyko ulokowane w systemie finansowym oraz różnej elastyczności struktur gospodarek.

Jak wskazuje rys. 14 pod względem otwartości krajów strefy euro na wymianę handlową z innymi krajami członkowskimi można wyróżnić 3 grupy krajów. Do grona krajów najbardziej zintegrowanych handlowo ze strefą euro po stronie eksportu i importu należy zaliczyć Luksemburg, Belgię i Portugalię, gdzie eksport oraz import do/ze strefy euro stanowi ok. 60 – 75% całkowitego eksportu i importu. Po stronie importu za kraj silnie zintegrowany handlowo ze strefą euro należy uznać również Austrię. Druga grupa krajów o średnim stopniu otwartości na strefę euro (w zakresie eksportu) to Holandia, Hiszpania i Francja, których udział wymiany ze strefą euro sięga ok. 50-65%. Ostatnia grupa krajów to gospodarki silnie wyeksponowane na wymianę handlową poza strefę euro jak Grecja, Irlandia, Finlandia, Niemcy i Włochy które jedynie ok. 30-45% eksportu kierują do strefy euro. Te kraje mogą być szczególnie narażone na ryzyko aprecjacji wspólnej waluty. Niemniej skutki takiej ekspozycji będą zależne od ogólnej, pozacenowej konkurencyjności eksportu.

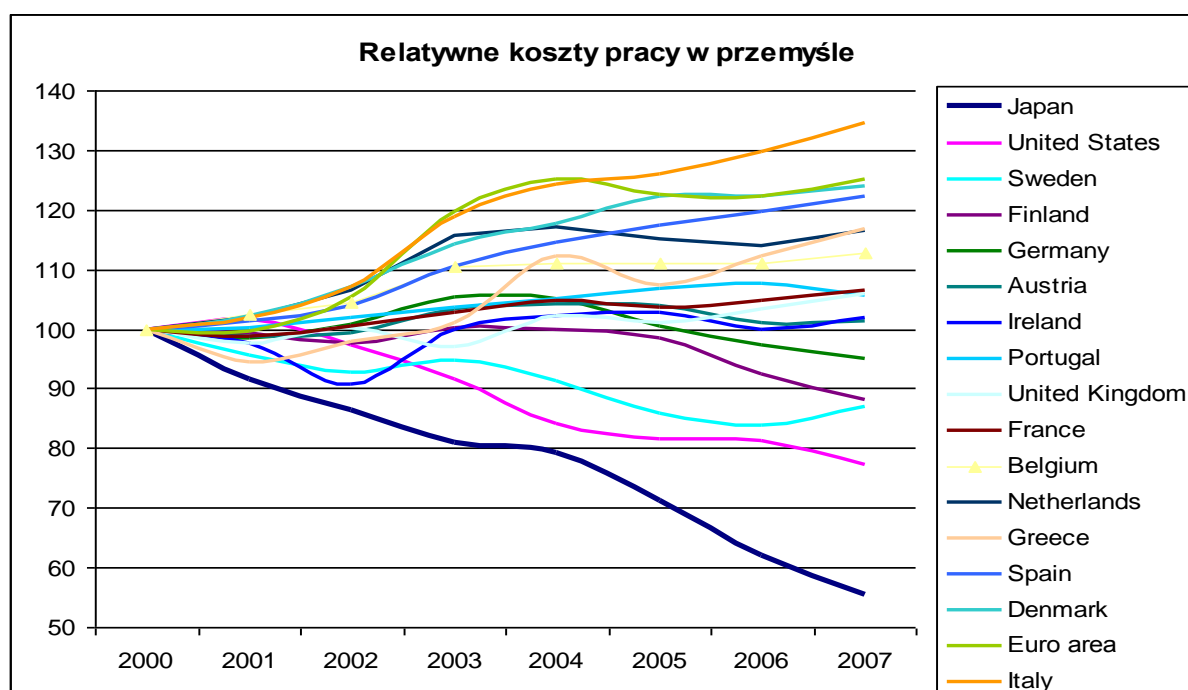
Rys. 14. Struktura geograficzna handlu wybranych krajów OECD



Źródło: OECD

Jak wspomniano wcześniej, czynnikiem, który może do pewnego stopnia uchronić gospodarkę strefy euro przed negatywnym wpływem aprecjacji euro jest możliwość fakturowania handlu we własnej, powszechnie akceptowalnej walucie. Jednak nawet gdyby udało się fakturować w euro cały handel poza strefę euro, nie zabezpiecza to przed ryzykiem utraty konkurencyjności. Tymczasem porównanie krajów strefy euro pod względem zdolności do podjęcia globalnej konkurencji wskazuje na znaczne różnice. Mierzac zarówno wskaźnikami wzrostu jednostkowych kosztów pracy, jak i udziałem w międzynarodowym rynku towarów i usług, relatywnie najlepszą pozycją wyróżnia się gospodarka niemiecka – por. rys.15. Natomiast, takie kraje jak Francja, Włochy czy Hiszpania doświadczyły na przestrzeni lat 1999-2008 pogorszenia wyników w handlu.

Rys. 15 Relatywne jednostkowe koszty pracy w przemyśle w latach 2000-2007



Źródło: OECD

3.3. Konsekwencje dla Polski

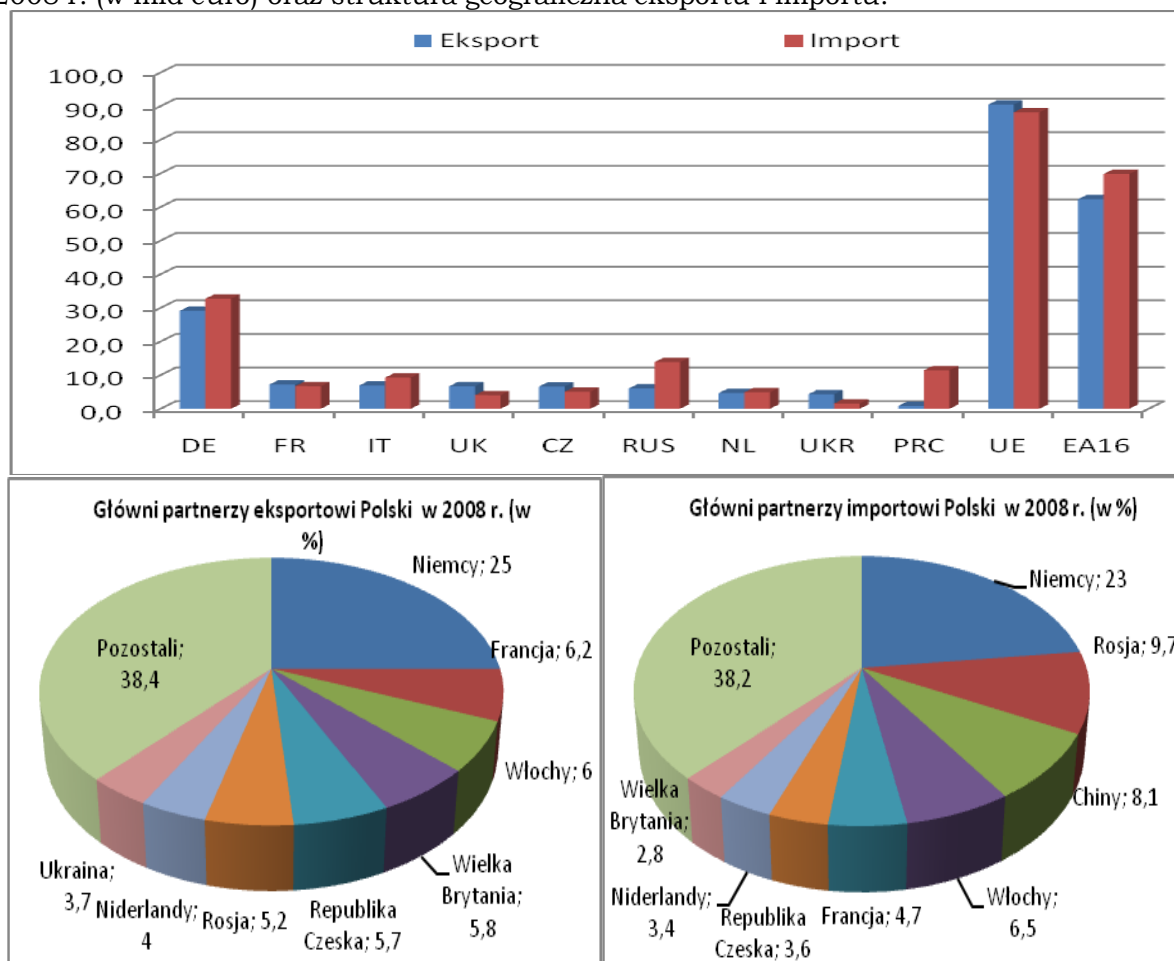
Różna zdolność konkurencyjna, rozmaity przebieg kryzysu oraz odmienna ekspozycja na szok kursowy w postaci silnej aprecjacji euro na rynkach międzynarodowych może: a) utrudniać pokryzysową restrukturyzację gospodarek, b) pogłębiać ryzyko zróżnicowania przebiegu procesów dostosowawczych i w konsekwencji cykli biznesowych. Tym samym, w obliczu usztywnienia waluty chińskiej względem dolara, który będzie prawdopodobnie tracił na wartości, ciężar dostosowania w globalnym systemie gospodarczym może zostać przerzucony na kraje strefy euro (i do pewnego stopnia Japonię).

Opisane powyżej czynniki nie pozostaną bez wpływu na kondycję polskiej gospodarki. Z uwagi na strukturę wymiany handlowej, przebieg zdarzeń w krajach strefy euro, a szczególnie w Niemczech może poprzez kanał handlu zagranicznego decydować o popycie na polski eksport por. rys. 16. W warunkach aprecjacji euro za prawdopodobny można uznać również scenariusz aprecjacji złotego. Wynika to z faktu, że Polska przechodzi przez kryzys stosunkowo łagodnie, ma relatywnie dobre fundamenty gospodarcze i docelowo zmierza do strefy euro. Scenariusz deprecjacji złotego jest możliwy

w przypadku powrotu globalnej awersji do ryzyka, pogorszenia perspektyw dla krajów regionu i Polski, problemów z realizacją programu konsolidacji fiskalnej oraz oddalenia terminu wejścia do strefy euro. W ERM II scenariusz deprecjacji jest mniej prawdopodobny ze względu na bardzo małą tolerancję odchylenia kursu bieżącego po słabej stronie parytetu. Deprecjacja w ERM II może wynikać w warunkach trudności w spełnieniu kryteriów konwergencji nominalnej, zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych, czy też w warunkach kryzysów walutowych.

Silne euro na świecie i jednocześnie silny względem euro złoty może pogarszać konkurencyjność eksportu kierowanego na rynki poza strefą euro. Problem może być łagodzony przez płynny kurs walutowy, z którego jednak nie będzie można korzystać w ERM II.

Rys. 16 Wielkość obrotów handlowych z najważniejszymi partnerami handlowymi Polski w 2008 r. (w mld euro) oraz struktura geograficzna eksportu i importu.



Źródło: GUS, Handel zagraniczny, styczeń – grudzień 2008

Podsumowanie

Kryzys finansowy i gospodarczy przyczynił się do uruchomienia procesów dostosowawczych, które powinny prowadzić do złagodzenia tzw. globalnych nierównowag. Związane jest to jednak z koniecznością gruntownych przemian, które w dużym stopniu znajdą odzwierciedlenie w ewolucji międzynarodowego systemu walutowego.

Wiele wskazuje na możliwość spadku znaczenia dolara amerykańskiego w wyniku znacznego zadłużenia gospodarki amerykańskiej i nadużycia przywileju posiadania waluty międzynarodowej. Z uwagi na silną inercję przemian w systemie walutowym, politykę kursową i dużą kumulację rezerw dolarowych w takich krajach jak Chiny, Rosja i Japonia oraz możliwe utrzymywanie się niepewności w systemie gospodarczym, ryzyko gwałtownego osłabienia dolara należy ocenić jako relatywnie małe. Wspomniane czynniki powinny łagodzić nawet silną deprecyjną presję na dolara amerykańskiego. Ponadto warto pamiętać, że łagodna deprecjacja dolara ma szansę zapewnić to, czego oczekuje gospodarka światowa, a mianowicie wyrównania globalnych nierównowag.

Buforem wobec gwałtownego odwrotu od dolara i aprecjacji euro może być poszerzenie zakresu wymienialności walut krajów nadwyżkowych czy też tworzenie lokalnych stref walutowych. Dyskusja na temat mechanizmów wyjścia z kryzysu oraz porządku makroekonomicznego świata, który się ukształtuje w najbliższych latach odzwierciedla bowiem przesunięcie ekonomicznego punktu ciężkości z grupy krajów G7 w kierunku G20. Niemniej jednak strefa euro jest póki co, najbardziej udanym eksperymentem w dotychczasowej ewolucji międzynarodowego systemu walutowego. Ponadto kraje takie jak Chiny i Rosja wciąż odbiegają od krajów UE pod względem jakości instytucji oraz stabilności politycznej i makroekonomicznej. Dlatego też euro będzie prawdopodobnie zyskiwało znaczenie jako waluta międzynarodowa, ale w różnym stopniu w różnych segmentach rynku. W pierwszej kolejności będzie to widoczne w roli waluty rezerwowej i jednostki rozliczeniowej, a w dalszej w roli waluty przejścia.

Z uwagi na dotychczasowe osiągnięcia euro deprecjacja dolara będzie sprzyjać aprecjacji euro, co może doprowadzić do zaostrzenia różnic między

krajami europejskimi. Powyższy scenariusz może rodzić pewne trudności dla krajów, które mają kursy sztywno powiązane z euro (np. kraje bałtyckie) oraz tych, które zmierzają przyjąć wspólną walutę. Problem ten jest istotny dla Polski. Wysoce prawdopodobne przesunięcie na linii EUR/USD może bowiem przebiegać na przestrzeni kilku lat. Wówczas finalizacja procesu zakotwiczenia w strefie euro może przypadać na moment, kiedy będzie ono przewartościowane. Przystąpienie zaś do obszaru walutowego o zbyt silnej walucie może mieć istotny wpływ na konkurencyjność eksportu kraju aspirującego.

Literatura

1. Bordo M., Harold J. (2008), *A Long Term Perspective on the Euro*, NBER Working Paper
2. Cottarelli C., Viñals J. (2009), *A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies*, IMF Staff Position Note
3. Eichengreen B. (2009), *The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition*, Foreign Affairs, NY, Vol. 88, Iss. 5
4. Elsake S. (2009), *Is the US Dollar in Danger of Losing its Reserve Currency Status?*, Australia and New Zealand Banking Group Ltd.
5. Europejski Bank Centralny (2009), *The international role of the euro*
6. Fratzscher M. (2009), *What Explains Global Exchange Rate Movements During the Financial Crisis?*, ECB Working Paper nr 1060
7. IMF (2009a), *Global Financial Stability Report*
8. IMF (2009b), *Special Drawing Right (SDR) Allocations, Questions and Answers*, <http://www.imf.org/external/np/exr/faq/sdrallocfaq.htm> (stan na 22 października 2009)
9. Góralczyk M. (2009), *Dolar i Euro jako waluty międzynarodowe*, http://konkursoeuro.pl/resources/files/dolar_i_euro.pdf (stan na dzień 20 września 2009 r.)
10. Kalemli-Ozcan S., Sørensen B.E., Yosha O. (2004), *Economic Integration, Industrial Specialization, and the Asymmetry of Macroeconomic Fluctuations*, Journal of International Economics
11. Kapopoulos P., Siokis F. (2005), *Market Structure, Efficiency and Rising Consolidation of the Banking Industry in the Euro Area*, Bulletin of Economic Research nr 57
12. Knight D. (2008), *The euro as a catalyst for global financing market deepening*, BIS, 2008
13. Koziół W. (2009), *Zmiany w gospodarce światowej po kryzysie*, XV Konferencja Naukowa Młodych Ekonomistów, Przyszłość gospodarki po światowym kryzysie, 21-22 września 2009
14. NBP (2009), *Raport nt Pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*
15. Oreziak L. (2008), *Międzynarodowa pozycja euro w Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie unii gospodarczej i*

- walutowej, Eseje zagranicznych i polskich ekonomistów, NBP
16. Reade J. J., Volz U. (2009), *Too much to lose, or more to gain? Should Sweden join the euro?*, Univeristy of Oxford, Department of Economics Discussion Paper Series nr 442
 17. Rogoff K. (2009) *Europa nie może czekać z reformami, aż pojawi się nowy George Bush*, www.project-syndicate.org, 2009
 18. Rosenberg CH. (2008), *Foreign Currency Borrowing for Central Europe and Baltics*, Europe's Emerging Markets
 19. Rybiński K. (2007), *Globalizacja w trzech odsłonach*, Difin, Warszawa
 20. Rybiński K. (2009), *Rybiński: Polskę czeka złota dekada*, Gazeta Bankowa
 21. World Economic Forum's World Scenario Series (2009), *The future of the global financial system. A near-term outlook and long-term scenarios*
 22. Xiaochuan Z. (2009), *Reform the international monetary system*, BIS Review 41/2009