

## 7 | Strefa euro i jej znaczenie dla globalnych stosunków i rynków finansowych

*Jacek Pera*

### 1. Globalizacja międzynarodowych stosunków i rynków finansowych

Dynamicznemu rozwojowi procesu globalizacji gospodarki światowej towarzyszy postępujący proces globalizacji międzynarodowych stosunków i rynków finansowych<sup>1</sup> (trzeba pamiętać, że proces globalizacji w stosunkach i na rynkach finansowych rozpoczął się już po upadku systemu walutowego z Bretton Woods<sup>2</sup>). Jest on częścią składową procesu globalizacji gospodarki światowej, a ciągle rosnący wzrost wymiany międzynarodowej implikuje wzrost obrotu i zapotrzebowania na globalny kapitał (kapitał międzynarodowy w postaci np. funduszy globalnych, obligacji itd.).

Proces globalizacji międzynarodowych stosunków i rynków finansowych jest efektem ewolucji współczesnego światowego systemu walutowego, zdeterminowanego przez dwa podprocesy:

---

<sup>1</sup> W niniejszym rozdziale pod pojęciem rynku finansowego rozumie się: rynek walutowy, międzynarodowy rynek kredytowo-depozytowy (rynek eurowalutowy), międzynarodowy rynek obligacji z uwzględnieniem euroobligacji i obligacji międzynarodowych, międzynarodowy rynek akcji.

Globalizacja rynków finansowych – proces powstawania jednolitego rynku finansowego w skali światowej, niepodzielonego granicami administracyjnymi i prawnymi. Globalizacja finansów – to ujednoczenie zwyczajów i technik zawierania transakcji oraz warunków funkcjonowania podmiotów rynku – opracowanie własne na podstawie Wikipedia.pl.

<sup>2</sup> System monetarny, który stworzył podstawy relacji międzynarodowych w sferze zarządzania finansami międzynarodowymi. System ten nakładał obowiązek na każdym państwie do zastosowania polityki monetarnej, której jednym z celów było utrzymanie kursów wymiany w jednoprocentowym przedziale wahań.

- a) **liberalizacja finansów międzynarodowych**, dokonująca się poprzez wykształcenie się globalnego rynku finansowego i otwieranie się krajowych rynków finansowych,
- b) **integrację finansową**, której głównym przejawem jest integracja walutowa w Europie oraz utworzenie strefy euro<sup>3</sup> (tego rodzaju integracja finansowa jest klasycznym przykładem rynku zintegrowanego opartego na substytucyjności aktywów denominowanych w różnych walutach oraz arbitrażu stóp procentowych).

Globalizacji rynków finansowych towarzyszy wiele procesów: wspomniany – wzrost przepływów kapitałowych w skali międzynarodowej (swobodę przepływu kapitału pomiędzy krajami); integracja rynków finansowych – w Europie realizowana w ramach Strategii Lizbońskiej – tzw. plan działań w zakresie usług finansowych (Financial Services Action Plan), będący odpowiedzią na konieczność stworzenia zintegrowanego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej; dynamiczny wzrost inwestycji portfelowych krajowych i zagranicznych; wzrost udziału instytucji finansowych (głównie banków) i poza finansowych (przedsiębiorstw) w pozyskiwaniu kapitałów o charakterze transgranicznym (inwestycje w akcje i dłużne papiery emitowane na rynkach zagranicznych); wzrost udziału derywatów (na skutek wzrostu ryzyka aprecjacji/deprecjacji walut)<sup>4</sup>.

Pogłębieniem procesów globalizacji rynków finansowych i równocześnie implikacją wymienionych powyżej procesów jest **liberalizacja międzynarodowych i krajowych rynków finansowych**. Przejawia się ona w następujących kwestiach: transgraniczność krajowych i międzynarodowych podmiotów finansowych; zmiana regulacji prawnych w funkcjonowaniu tych podmiotów; umiędzynarodowienie roli rezydentów i nierezydentów. Najważniejszym wyznacznikiem, który określa proces globalizacji rynków finansowych jest w chwili obecnej liberalizacja obrotów kapitałowych.

Na kształt i kierunki dalszej liberalizacji obrotów krajowych i międzynarodowych<sup>5</sup> rzutować będą następujące problemy (zdefiniowane w literaturze przedmiotu):

- A. W krajach o tzw. *emerging markets* dominującą rolę w krajowym systemie finansowym odgrywają banki. Jest to konsekwencją słabego rozwoju innych

---

<sup>3</sup> J. Bilski, *Międzynarodowy System Walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 7 i 220.

<sup>4</sup> Opisanym procesom towarzyszą inne, które z uwagi na temat rozdziału nie będą omawiane, ale które mają istotny wpływ na globalizację stosunków finansowych. Do procesów tych zaliczyć można: postęp technologiczny w dziedzinie informatyki i telekomunikacji, dynamiczny przepływ informacji, globalizację poszczególnych części gospodarki narodowej, takich jak: handel, wiedza, kapitał, instytucje.

<sup>5</sup> Stopień liberalizacji przepływów kapitałów mierzony jest przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy za pomocą następujących kategorii/wskaźników: 1) bilateralne porozumienia płatnicze między krajami członkowskimi a krajami trzecimi; 2) płatności z tytułu obrotów na rachunku bieżącym; 3) transakcje na rachunku obrotów kapitałowych; 4) opłaty importowe; 5) depozyty importowe; 6) obowiązek repatriacji wpływów eksportowych.

instytucji finansowych, takich jak: fundusze inwestycyjne czy pośrednicy finansowi. Zatem banki są najważniejszym ogniwem obrotu kapitałowego z zagranicą. Odgrywają one decydującą rolę w wypadku wystąpienia sytuacji kryzysowych, np. gwałtownej zmiany transferów kapitałowych (ucieczka kapitałów). Administracja państwowa może właśnie przez banki wpływać na kierunki transferów kapitałowych i łagodzić konsekwencje kryzysu. Warunkiem skutecznego działania władz gospodarczych jest istnienie sprawnego systemu banków komercyjnych oraz jego reakcja na działanie instrumentów polityki pieniężnej.

- B. W ostatnim dziesięcioleciu władze gospodarcze często decydowały się na otwieranie rynku kapitałowego mimo słabnącej kondycji finansowej sektora bankowego. Sytuacja taka stwarzała wiele zagrożeń. Zbyt szybkie wystawienie banków krajowych na konkurencję zewnętrzną może być dla nich niebezpieczne. Trzeba bardzo rozsądnie wyważyć proporcje między potrzebą ochrony słabego systemu bankowego a koniecznością jego modernizacji, wymuszoną działaniem konkurencji zewnętrznej. Pośpieszne otwieranie rynku finansowego może spowodować, że beneficjentami liberalizacji będą tylko zagraniczne instytucje finansowe, których działanie dodatkowo może destabilizować krajowy rynek finansowy.
- C. Liberalizacja zagranicznych inwestycji portfelowych powinna być poprzedzona budową niezbędnej infrastruktury rynku kapitałowego. Dotyczy to między innymi:
- regulacji prawnych związanych z rynkiem papierów wartościowych,
  - wprowadzenia międzynarodowych standardów rachunkowości,
  - działalności instytucji finansowych.
- Funkcjonujący rynek musi osiągnąć pewien poziom rozwoju, tak aby z jednej strony inwestycje zagraniczne w instrumenty rynku nie działały destabilizująco, a z drugiej strony stworzono im warunki zbliżone do standardów międzynarodowych.
- D. Liberalizacja międzynarodowych przepływów kapitałowych może się przekształcić w niekontrolowaną ucieczkę kapitałów w sytuacji występowania nierównowagi zewnętrznej. W wielu krajach budujących gospodarkę rynkową zdarza się, że restrykcje w transferach kapitałów są stosowane dla utrzymania kursu waluty krajowej lub stopy procentowej na poziomie odbiegającym od rynkowego. W takiej sytuacji otwarcie rynku dla przepływów kapitałowych wymusza rezygnację z utrzymywania nadwartościowego kursu walutowego lub zaniżonego poziomu stopy procentowej. W przeciwnym razie może nastąpić gwałtowny odpływ kapitału. Te procesy dostosowawcze na rynku walutowym i pieniężnym zwiększą koszty finansowania deficytu budżetowego i zmienią warunki finansowe działań przedsiębiorstw krajowych<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> J. Bilski, *Międzynarodowy System Walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 199–200.

E. Nie bez wpływu na politykę globalizacji są decyzje szczytu UE (szczyt odbył się w Paryżu 12.10.2008 r.) poświęconego obecnemu kryzysowi. Zgodnie z przyjętymi wówczas decyzjami:

- Unia Europejska musi pracować ze swoimi międzynarodowymi partnerami nad prawdziwą i całkowitą reformą międzynarodowego systemu walutowego – tworząc tym samym nowe Bretton Woods – po to, by bardziej koordynować działania nie tylko na poziomie strefy euro ale również innych państw spoza strefy,
- muszą zostać wypracowane jednolite zasady w zakresie polityki nadzoru finansowego (spotkania co miesiąc i koordynowanie działań),
- zostanie wzmocniony nadzór nad ponadgranicznymi instytucjami finansowymi UE,
- rządy poszczególnych krajów UE będą wspierać kapitałowo instytucje finansowe w swoich krajach, którym będzie groziła upadłość,
- musi być prowadzona ciągła koordynacja polityk gospodarczych w krajach Eurolandu.

Bardzo istotnym procesem na drodze do globalizacji rynków finansowych jest **unifikacja zasad** regulujących sposoby funkcjonowania poszczególnych obszarów rynku finansowego. W efekcie czego – również w strefie euro – przyjęto zasady i metody regulujące poszczególne rynki finansowe pod kątem rachunkowości (międzynarodowe standardy rachunkowości), nadzoru bankowego (Bazylea II)<sup>7</sup> czy regulacji prawnych (np. umów ramowych obsługujących poszczególne transakcje na rynku finansowym).

Globalizacja rynków i stosunków finansowych wykreowała również: powstanie nowoczesnych systemów transakcyjnych, płatności (nowoczesne platformy handlu – systemy informatyczne, które umożliwiają szybkie kojarzenie składanych ofert, zawieranie transakcji i pełną automatyzację procesów związanych z potwierdzeniem i rozliczeniem tych transakcji); rozliczeń (np. nowy system rozliczeniowy CLS (globalny system rozliczeń walutowych Continuous Linked

---

<sup>7</sup> Jednym z najważniejszych wyzwań władz nadzorczych jest zapewnienie adekwatności kapitałowej banków, służące ograniczeniu nadmiernie ryzykownej działalności. Jej miarą jest współczynnik wypłacalności, zaprojektowany przez **Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego**. Propozycja Nowej Umowy Kapitałowej (NUK) – Bazylea II, opublikowana w czerwcu 1999 r. to nie tylko próba usunięcia niedoskonałości dotyczących rozwiązań (m.in. niedostatecznie zróżnicowanie wag ryzyka w zależności od profilu ryzyka kontrahenta i transakcji, wąski wachlarz zabezpieczeń pomniejszających wymóg kapitałowy, brak uwzględnienia efektu dywersyfikacji portfela kredytowego), ale także uwzględnienia nowych trendów i zagrożeń w bankowości międzynarodowej. Myślą przewodnią nowego dokumentu jest wzmocnienie stabilności międzynarodowego systemu bankowego, a poprzez zapewnienie przejrzystych i jednolitych reguł osiągnięcia stanu uczciwej konkurencji pomiędzy bankami. Celem NUK jest zapewnienie zbieżności kapitału regulacyjnego z kapitałem ekonomicznym poprzez bardziej wszechstronne i szczegółowe potraktowanie zagadnień ryzyka bankowego (zwłaszcza kredytowego i operacyjnego), a także zapewnienie adekwatnego wyposażenia w kapitał banków o różnej wielkości i profilu działalności.

Settlement) funkcjonujący na zasadzie *payment versus payment*, który znacznie ograniczył ryzyko kredytowe i płynności w operacjach wymiany walut); zarządzania ryzykiem i specjalistycznych serwisów informacyjnych – Reuters, Bloomberg (powstanie globalnej informacji finansowej przyczynia się do szybkości i trafności podejmowania – na jej podstawie – decyzji, a w konsekwencji ograniczania ryzyka walutowego na świecie).

Efekty globalizacji rynków i stosunków finansowych są różnorodne. Otwartość gospodarek i swoboda przepływów kapitałowych sprawiają, że inwestorzy lokują środki tam, gdzie mogą one wygenerować najwyższą stopę zwrotu, co skłania instytucje finansowe do zawierania transakcji na nowych, słabo rozwiniętych i nie płynnych rynkach. Sprzyja to wzrostowi płynności rynków finansowych i zmniejszeniu kosztów transakcyjnych<sup>8</sup>.

Mikroekonomiczne odzwierciedlenie globalizacji rynków i stosunków finansowych znajduje bezpośrednie przełożenie i zastosowanie na poziomie przedsiębiorstwa. Dzięki temu procesowi przedsiębiorstwa mogą w przystępny sposób pozyskiwać kapitał do dalszego rozwoju (globalny rynek finansowy umożliwia przedsiębiorstwom dostęp do znacznie szerszego grona potencjalnych inwestorów niż rynek krajowy), jak również dywersyfikować ryzyko z tym związane. Szczególnie dotyczy to alternatywnych źródeł pozyskiwania kapitału w postaci emitowanych papierów wartościowych. Tym samym globalizacja pobudza rozwój rynku finansowego, co z kolei zwiększa dostęp przedsiębiorstw do kapitału. Natomiast większa dostępność środków finansowych może oddziaływać na inwestycje, a tym samym pobudzać wzrost gospodarczy<sup>9</sup>.

Globalizacja międzynarodowych stosunków i rynków finansowych to także wzrost konkurencji w zakresie jakości świadczonych usług finansowych przez instytucje finansowe. Dostęp do rynku globalnego umożliwia tym instytucjom wzrost efektywności działania, jak również wymusza na nich konkurencyjność w zakresie ograniczania kosztów ryzyka i poszukiwania coraz to nowych innowacji finansowych.

Ważną kwestią płynącą bezpośrednio z procesu globalizacji rynków finansowych jest dywersyfikacja ryzyka – kluczowego czynnika w działalności inwestycyjnej. W praktyce rezydenci krajowi nie są uzależnieni od cyklu koniunkturalnego w danym kraju i mogą swobodnie inwestować na rynkach zagranicznych, uzyskując tym samym zadowalający i oczekiwany zwrot z zainwestowanego kapitału (ROI – *ang. Return on investment*)<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> R. Rajan, *Has financial development made the world riskier?*, „Working Paper” 11728, NBER 2005.

<sup>9</sup> F. Mishkin, *Is financial globalization beneficial?*, „Working Paper” 11891, NBER 2005.

<sup>10</sup> Wskaźnik rentowności stosowany w celu zmierzenia efektywności działania przedsiębiorstwa, niezależnie od struktury jego majątku czy czynników nadzwyczajnych. ROI jest iloczynem wskaźnika rentowności sprzedaży oraz wskaźnika rentowności majątku.

Dobrym przykładem jest tu rentowność inwestycji w obligacje, jako jedyne kryterium opłacalności tego rodzaju inwestycji finansowych. Oznacza to, że rezydenci mogą prowadzić bez ograniczeń politykę portfolio (inwestycje w papiery wartościowe różnych spółek w celu zwiększenia różnorodności posiadanych papierów, co ma wpływ na zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego) na krajowych i zagranicznych rynkach finansowych, przenosząc w odpowiednim momencie ryzyko.

Ważnym aspektem procesu umiędzynarodowienia stosunków i rynków finansowych jest globalizacja jednego z ważnych segmentów tego rynku, a mianowicie rynku walutowego. W efekcie jego globalizacji w chwili obecnej można zaobserwować znaczące zmiany w procesie globalizacji międzynarodowych rynków finansowych. Do zmian tych w znaczącym stopniu przyczyniło się powstanie Unii Gospodarczo-Walutowej, która, wydaje się, przyspieszyła proces wykształcenia się globalnego rynku finansowego. Powstanie i rozwój strefy euro przyczyniło się do przełamania hegemonii w finansach międzynarodowych dolara amerykańskiego, a to w dalszej kolejności wzmocniło proces globalizacji monetarnej.

Integracja walutowa w ramach Unii Europejskiej zmieniła w znaczącym stopniu układ sił w finansach międzynarodowych, przyczyniając się do powstania kolejnego wyraźnego centrum/ośrodka na globalnym rynku finansowym – jakim jest strefa euro.

Przy okazji analizy/prognozy powstawania nowych centrów/ośrodków globalnych na rynku finansowym nie można zapomnieć, że w chwili obecnej na świecie najprawdopodobniej zostanie utworzone ugrupowanie integracyjne na wzór i wielkość Unii Europejskiej. BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny) bo o nim mowa – swoją wielkością najprawdopodobniej doprowadzi do powstania kolejnego centrum/ośrodka walutowego (w chwili obecnej nie jest jeszcze określona jaka waluta będzie reprezentować to ugrupowanie). Wielkość tego ugrupowania i jego zasięg może spowodować, że z jednej strony nastąpi asymetryczność w finansach międzynarodowych, z drugiej zaś paradoksalnie – pogłębi się proces globalizacji stosunków i rynków finansowych.

Najprawdopodobniej zostanie również wyodrębnione kolejne centrum/ośrodek globalny na światowym rynku finansowym skupiony wokół krajów ASEAN oraz Japonii, Chin i Korei (umownie można przyjąć nazwę waluty tego regionu jako: **Asian**).

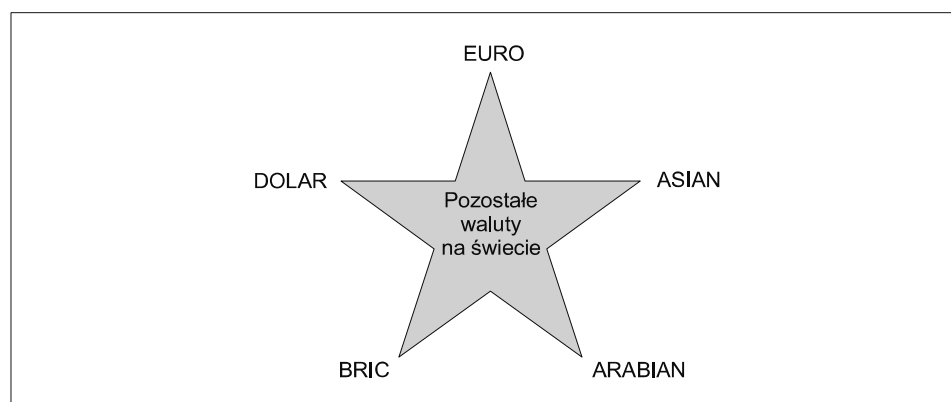
Nie jest również wykluczone, że zostaną zintensyfikowane procesy integracyjnych i globalizacyjnych w obrębie Zatoki Perskiej (głównie w obszarze krajów: Bahrajn, Kuwejt, Oman, Katar, Arabia Saudyjska, Zjednoczone Emiraty Arabskie) czego konsekwencją może być również powstanie wspólnej waluty – umownie/roboczo nazwana na poczet niniejszego opracowania – **Arabian**.

Szczegółowa hipotetyczna analiza wymienionych poszczególnych centrów/ośrodków finansowych pozwala stwierdzić, że w najbliższej przyszłości

dojdzie do powstania i ugruntowania się w pierwszej kolejności czterech ośrodków walutowych na świecie – poprzedzone procesem globalizacji tych walut (**Dolar amerykański – Euro – Asian – Arabian**, a w niedalekiej przyszłości powstanie kolejnej piątej waluty globalnej z obszaru BRIC) oraz wyodrębnienie się walut będących denominatorami dla walut centralnych – waluty koszykowe, pojedynczych walut mocnych (np. frank szwajcarski, funt brytyjski) oraz walut pojedynczych – tzw. walut satelitarnych (pozostałych walut na świecie).

W dalszej kolejności nastąpi proces dominacji walutowej w ramach wymienionych centrów na skutek powstawania globalnych nierównowag. Już w tej chwili można zaobserwować znaczne umacnianie się pozycji euro na świecie, spowodowane kryzysem w Stanach Zjednoczonych i osłabieniem waluty amerykańskiej oraz występowaniem globalnych, ale również i lokalnych nierównowag. Co ważne prawdziwa rywalizacja rozpocznie się dopiero w obrębie rezerw walutowych – która z wymienionych powyżej czterech walut globalnych zdobędzie pozycję głównej waluty rezerwowej i tym samym zdominuje pozycję waluty w której denominowane będą rezerwy walutowe i stabilizacyjne na świecie (wiodącą pozycję w tym zakresie posiada w chwili obecnej dolar USA<sup>11</sup>, jednak zapowiedzi niektórych banków centralnych – na przykład z Chin o zamianie globalnej waluty rezerwowej na euro – mogą tę pozycję zachwiać).

Schemat 7.1. Schemat hipotetycznego pięciobiegunowego modelu walutowego



Źródło: Opracowanie własne.

Niezależnie od prezentowanych powyżej hipotez – system walutowy XXI wieku będzie co najmniej systemem pięciobiegunowym. W poniższym schemacie zwraca uwagę równomierność poszczególnych biegunów. Wynika ona z faktu,

<sup>11</sup> Według danych źródłowych Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Rozliczeń Międzynarodowych około 2/3 światowych rezerw walutowych jest ulokowanych w instrumentach denominowanych w dolarze.

że w chwili obecnej nie można do końca przewidzieć, jak rozłoży się układ sił pomiędzy poszczególnymi biegunami (chodzi tutaj głównie o jena japońskiego i nowe waluty; niewiadoma wydaje się być w tym układzie również rola dolara USA). Powyższy schemat celowo przedstawia strukturę równoważną, ponieważ nie można w chwili obecnej wyodrębnić ośrodka, który będzie dominujący – zakładając oczywiście możliwość powstania takiej struktury.

Globalna, międzynarodowa pozycja euro powoli, ale systematycznie zaczyna się umacniać. Świadczy o tym chociażby fakt występowania już w chwili obecnej głębokości i płynności rynków finansowych w obrębie strefy euro oraz fakt, że euro stało się ważną walutą emisji papierów dłużnych na globalnym rynku finansowym.

Rolę globalnej waluty, jaką może już niedługo sprawować euro, w chwili obecnej ograniczają jeszcze: stosunkowo wysokie deficyty fiskalne w poszczególnych krajach strefy, oraz brak dostatecznej elastyczności na rynku usług i produktów w strefie.

M. Chinn i J. Frankel przewidują, że jeżeli globalne nierównowagi doprowadzą do deprecjacji dolara USA lub odpowiednia liczba krajów wejdzie do strefy euro (w tym Wielka Brytania), to po 2020 roku euro zastąpi dolara jako główna waluta rezerwowa świata<sup>12</sup>.

Prawdopodobnie globalizacja gospodarcza – w tym globalizacja stosunków i rynków finansowych w rejonie Azji – doprowadzi najprawdopodobniej do powstania i na tym obszarze wspólnej waluty o statusie: globalna (w pierwszej kolejności ma to nastąpić w krajach ASEAN, a potem w Japonii, Chinach i Korei). Proces ten będzie efektem prac, które prowadzone są na tym obszarze już od dawna w gremiach politycznych, rządowych i instytucjonalnych – a mających na celu: utworzenie silnego, regionalnego rynku finansowego, zdolnego konkurować z pozostałymi rynkami i centrami finansowymi na świecie; integrację krajowych rynków lokalnych; przeciwdziałanie kryzysom gospodarczym i walutowym w tym regionie poprzez ograniczanie ryzyka walutowego podczas wymiany gospodarczej i inwestycji na rynku finansowym.

W przypadku wspólnej waluty krajów Zatoki Perskiej prognozuje się, że nowa waluta ma być walutą prominentną i prowadzić do: rozwoju wszystkich gospodarek regionu; zdobyć dominującą pozycję na rynku finansowym krajów Zatoki Perskiej (wypierając z tego rynku walutę amerykańską); roli waluty przeznaczonej do fakturowania eksportu i importu z obszaru tych krajów; denominowania rezerw walutowych.

Jedną z cech globalizacji finansowej na świecie, którą należy traktować jako trwałą tendencję na najbliższe lata, jest gwałtowny wzrost płynności międzynarodowej<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> M. Chinn, J. Frankel, *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency?*, „Newport”, RI, 1–2 June 2005.

<sup>13</sup> J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 222.



Oprócz operacji międzybankowych dobrą miarą tworzenia się globalnego rynku pieniężno-kapitałowego jest bardzo dynamiczny rozwój rynku papierów dłużnych. Z punktu widzenia emitenta powstanie zliberalizowanego, międzynarodowego rynku instrumentów dłużnych daje szansę pozyskania kapitałów na warunkach, jakie często są niedostępne na rynkach krajowych. Z punktu widzenia inwestorów możliwość prowadzenia polityki portfolio (istotę polityki opisano wcześniej) w skali światowej pozwala eliminować ryzyko i optymalizować decyzje inwestycyjne<sup>14</sup>.

Mimo niewątpliwych pozytywów – globalizacja stosunków i rynków finansowych przynosi i przynosić będzie również negatywne skutki. Co ważne wszystkie koszty i ujemne skutki z tytułu tego procesu stają się powoli – co jest paradoksalne – czynnikami do jeszcze większego zacieśnienia procesu globalizacji. Oznacza to, że wszystkie negatywne skutki procesu globalizacji finansów międzynarodowych są przyczynkiem ze strony poszczególnych gospodarek krajowych czy centrów biznesowych do jeszcze większego zintensyfikowania prac w celu ich wyeliminowania.

Głównym zagrożeniem procesu globalizacji rynków finansowych są w dalszym ciągu: ataki spekulacyjne dokonywane głównie na giełdach papierów wartościowych; „stadne”, często nieracjonalne – zachowania inwestorów; występowanie pokusy nadużycia; ale również *emergency markets*; kryzysy bankowe spowodowane różnicowaniem i niestabilnością stóp procentowych; zmniejszenie liczby instrumentów finansowych (na skutek procesu liberalizacji) czego efektem stają się boomy kredytowe, w rezultacie których często występują kryzysy bankowe; zwiększenie udziału obcego kapitału w lokalnych rynkach finansowych (w efekcie czego wzrost poziomu stóp procentowych w innym kraju może spowodować odpływ kapitału krótkookresowego, a w konsekwencji wzrost stóp procentowych i zmniejszenie płynności na rynku lokalnym); konkurencyjność banków (często instrumenty finansowe, którymi handlują stają się coraz bardziej złożone, a przez to mniej płynne i bardziej ryzykowne); tworzenie konglomeratów finansowych (które w sytuacji kryzysu gospodarczego stanowią często źródło jego przenoszenia między rynkami); centralizacja zarządzania ryzykiem finansowym (skutkiem tego procesu jest przenoszenie aktywności z małych rynków lokalnych na rynki silniej rozwinięte).

Dokonując prognoz w zakresie globalizacji stosunków finansowych na najbliższe dziesięciolecie, niewątpliwie należy stwierdzić, że zasadnicze trzy procesy będą kształtować dalszą globalizację rynku finansowego na świecie, a mianowicie:

- a) pogłębiona globalizacja i integracja stosunków i rynków finansowych,
- b) wprowadzenie euro na rynki międzynarodowe i umocnienie roli i pozycji tej waluty w świecie oraz wyraźne ukształtowanie się bipolarności w strukturze aktywów rynku finansowego,

---

<sup>14</sup> Ibidem, s. 223.

c) powstanie i ugruntowanie się nowych ośrodków/centrów walutowych na świecie (w tym powstanie nowych walut) z punktu widzenia procesu globalizacji walut.

Oznacza to, że w perspektywie wielu lat – mimo opisanych negatywów procesu globalizacji finansów międzynarodowych – nie ma odwrotu od rynku globalnego i unifikacji międzynarodowych stosunków i rynków finansowych.

## 2. Euro jako pieniądź globalny i międzynarodowy

**Waluta międzynarodowa** jest to waluta danego obszaru walutowego (unii monetarnej) pełniąca dominującą lub co najmniej znaczącą rolę w rozliczeniach z tytułu międzynarodowej wymiany gospodarczej na rynkach finansowych oraz w systemach banków centralnych różnych krajów. Inaczej, jest to waluta pełniąca funkcje pieniądza w skali międzynarodowej, waluta stosowana przez rezydentów innych krajów niż rezydenci kraju emitenta waluty<sup>15</sup>. Waluta międzynarodowa pełni funkcje pieniądza w skali międzynarodowej w zastosowaniach prywatnych (przedsiębiorstwa, firmy, osoby prywatne, banki, instytucje finansowe, władze publiczne) oraz oficjalnych (głównie przez banki centralne).

Tabela 7.1. Funkcje waluty międzynarodowej

Funkcje pieniądza	Zastosowanie prywatne	Zastosowanie oficjalne
Miernik wartości	notowanie cen, fakturowanie	waluta referencyjna
Środek płatniczy	waluta transakcyjna w handlu międzynarodowym i w wymianie walut	waluta interwencyjna
Środek akumulacji	waluta inwestycyjna	waluta rezerwowa

Źródło: S.I. Bukowski, *Strefa euro*, PWE, Warszawa 2007, s.74.

Do podstawowych warunków niezbędnych do tego, aby dany pieniądź mógł pełnić rolę waluty międzynarodowej, należą:

- pełna wymienialność waluty,
- wysoka pozycja i wysoki udział gospodarki kraju (obszaru walutowego) emitującego walutę międzynarodową w gospodarce światowej oraz w światowym handlu,
- wiarygodność waluty i powszechne zaufanie do jej przyszłej wartości,
- dobrze rozwinięty rynek finansowy danego kraju (obszaru walutowego) o charakterze międzynarodowym<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> S.I. Bukowski, *Strefa euro*, PWE, Warszawa 2007, s. 74.

<sup>16</sup> Ibidem, s. 75.

Wśród czynników, które jednoznacznie określają **międzynarodowy charakter waluty** należą:

- wielkość PKB w kraju/strefie walutowej,
- udział kraju/strefy w handlu międzynarodowym (im większy jest potencjał gospodarczy tego kraju/strefy i ważniejsza jego pozycja jako eksportera, tym więcej jest możliwości wykorzystania tej waluty przez uczestników),
- stabilność pieniądza/cen (im skuteczniejsza jest polityka makroekonomiczna kraju emitenta/strefy w zapewnianiu stabilnego poziomu cen i kursu walutowego, tym mniejsze ryzyko ponoszą uczestnicy obrotu międzynarodowego, używając danej waluty),
- duże i dobrze rozwinięte rynki finansowe (odpowiednio duży, dobrze rozwinięty rynek finansowy, charakteryzujący się wysoką płynnością oraz różnorodnością dostępnych na nim instrumentów finansowych, zapewnia zarówno podmiotom krajowym, jak i zagranicznym możliwość realizacji wszelkich transakcji po rozsądnych, akceptowalnych kosztach),
- korzyści polityczne (większy wpływ na gospodarkę światową poprzez efekt skali),
- korzyści ekonomiczne (np. niższe koszty transakcyjne dla osób fizycznych i prawnych realizujących rozliczenia z zagranicą w swej walucie krajowej),
- (dotyczy to korzyści dla eksporterów i importerów, ale również osób podróżujących za granicę, którzy przekazują lub otrzymują z zagranicy środki pieniężne),
- większa efektywność instytucji finansowych wynikająca z możliwości działania na dużą skalę,
- ograniczenie konieczności akumulowania rezerw dewizowych (kraj, którego waluta dominuje na rynku międzynarodowym, może również finansować deficyt bilansu obrotów bieżących w swej własnej walucie).

Skutkiem wprowadzenia euro w ujęciu międzynarodowym i globalnym będzie na pewno zwiększenie międzynarodowej roli Unii Gospodarczo-Walutowej (UGW) i suwerenności Europy w dziedzinie monetarnej, a także zmiany w handlu zagranicznym i na rynkach finansowych (choć nie będą to oczywiście skutki natychmiastowe).

Ważną kwestią w tym zakresie będzie powiązanie krajowych systemów pieniężnych i kursowych z euro (w zakresie: referencyjności waluty, miernika kursu walutowego, interwencyjności, inwestycyjności, rezerwowym). Zależności te obrazuje tabela 7.2.

Czynnikami określającymi **międzynarodową rolę euro** są:

- rozmiary gospodarki obszaru walutowego (wysoki PKB, liczebna populacja – podstawowe wskaźniki porównywalne np. z gospodarką i obszarem USA),
- polityka gospodarcza krajów obszaru walutowego, zapewniająca stabilność waluty: duże uprawnienia Europejskiego Systemu Banków Centralnych

(EBC); polityka pieniężna skoncentrowana na działaniach antyinflacyjnych; rynkowe instrumentarium EBC; stabilna polityka pieniężna i fiskalna (uregulowania poprzez kryteria konwergencji i Pakt Stabilności i Wzrostu – oszacowanie wysokości długu publicznego na bezpiecznym, optymalnym poziomie),

- efektywność i konkurencyjność rynku finansowego obszaru walutowego (swoboda przepływów + wspólny pieniądz).

Tabela 7.2. Kraje i systemy kursowe powiązane z euro w 2007 roku

Region	Systemy kursowe	Kraje
Unia Europejska poza strefą euro	ERM II	Cypr, Dania, Estonia, Litwa, Łotwa, Malta, Słowacja
	<i>Currency board</i> oparte na euro	Bułgaria
	Kurs o określonym przedziale zmienności w stosunku do kursu centralnego wobec euro	Węgry
	Kurs płynny kierowany z euro jako walutą referencyjną	Czechy, Rumunia
	Pro memoria: niezależny kurs płynny	Szwecja, Wielka Brytania, Polska
Kraje kandydujące i potencjalni kandydaci do Unii	Jednostronna euroizacja	Czarnogóra
	<i>Currency board</i> oparte na euro	Bośnia i Hercegowina
	Kurs o określonym przedziale zmienności w stosunku do kursu centralnego wobec euro	Chorwacja, Macedonia, Serbia
	Pro memoria: niezależny kurs płynny	Albania, Turcja
Inne kraje	Euroizacja**	Kosowo, Andora, Republika San Marino, Państwo Watykan, Księstwo Monako, francuskie wspólnoty terytorialne (Saint-Pierre-et-Miquelon, Mayotte)
	Kursy o ograniczonej zmienności do euro	Kraje strefy franka francuskiego, francuskie terytoria zamorskie, Wyspy Zielonego Przylądka
	Kursy stabilizowane wobec SDR oraz innych koszyków walutowych zawierających euro	Seszele, Federacja Rosyjska, Libia, Botswana, Maroko, Tunezja, Vanuatu

\* Cypr i Malta od 2008 r. są w strefie euro; Estonia i Litwa podjęły jednostronne zobowiązanie do utrzymania izby walutowej (*currency board*); Łotwa podjęła jednostronne zobowiązanie do utrzymania wahań kursu w przedziale +/-1%.

\* Kosowo, Andora – euroizacja jednostronna, Republika San Marino, Państwo Watykan, Księstwo Monako są uprawnione do używania euro jako legalnej waluty.

Źródło: L. Oręziak, *Euro – pieniądz międzynarodowy*, „Bank i Kredyt” nr 1/2008, s. 20.

Istotną podstawą zwiększenia zastosowania euro, jako pieniądza międzynarodowego, jest fakt, że strefa euro jest największym eksporterem na świecie (eksport ze strefy euro jest tu rozumiany jako sprzedaż towarów i usług do pozostałych krajów Unii oraz krajów trzecich). Pod względem udziału w światowym eksporcie wyprzedza ona Stany Zjednoczone, mimo że kraj ten dominuje w gospodarce światowej. Ta dominująca pozycja strefy euro w światowym eksporcie daje szansę na wzrost zastosowania euro jako waluty fakturowania, waluty transakcyjnej i waluty inwestycyjnej. Powinna temu sprzyjać stabilność siły nabywczej euro, za którą odpowiedzialny jest Europejski Bank Centralny. Instytucja ta charakteryzuje się taką niezależnością w systemie władzy, która gwarantuje jej pełną swobodę prowadzenia polityki pieniężnej zapewniającej stabilność cen. Uczestnicy obrotu międzynarodowego mogą mieć zatem pewność, że w strefie euro nie może wystąpić nadmierna inflacja<sup>17</sup>.

Rynek finansowy strefy euro rozwija się bardzo dynamicznie, lecz nie jest jeszcze w pełni zintegrowany. W ostatnich latach zintensyfikowano jednak proces usuwania istniejących jeszcze utrudnień prawnych, instytucjonalnych i administracyjnych, dążąc do rzeczywistego scalenia rynków krajowych w jeden wielki rynek finansowy. Eliminacja tych barier przyczyni się do dalszego wzrostu konkurencji na całym unijnym rynku, co będzie dodatkowym bodźcem do jego rozwoju. Należy jednak zauważyć, że potencjał rynku finansowego strefy euro, a szerzej całej Unii Europejskiej, jest wyraźnie mniejszy niż potencjał rynku finansowego Stanów Zjednoczonych.

Na rzecz unijnego rynku przemawia to, że podlega on odpowiedniemu nadzorowi ze strony instytucji państwowych, opartemu na wspólnych regulacjach. W efekcie czego, w dającej się przewidzieć perspektywie, rynek ten nie będzie w stanie osiągnąć takiej wielkości, jak rynek amerykański, co może spowolnić międzynarodowe zastosowanie euro<sup>18</sup>.

Czynnikami określającymi **globalną pozycję euro** są:

- W zakresie handlu zagranicznego: udział UGW w całości obrotów handlu zagranicznego (np. na tle gospodarki USA); zastąpienie dotychczasowych walut przez euro i przejęcie po nich ich „terytoriów wpływów” (rozszerzenie strefy euro pod kątem transakcyjnym, fakturowym i inwestycyjnym – na kraje będące w strefie euro, ale również te kraje, które są poza strefą); oddziaływanie siłą konwergencji w ramach UGW na państwa trzecie: – siła perswazji podmiotów UGW – jako największego bloku w zakresie handlu zagranicznego na świecie – w kontaktach z partnerami z państw trzecich („zmuszanie” do używania waluty „większego”).
- W zakresie rezerw dewizowych: rosnąca rola euro i słabnąca dolara amerykańskiego; systematyczny spadek udziałów złota w rezerwach walutowych

<sup>17</sup> Ibidem, s. 14.

<sup>18</sup> Ibidem, s. 14–15.

na świecie; wzrastająca chęć dywersyfikacji portfela rezerw w gospodarkach światowych (zapowiedź przeniesienia walutowych rezerw stabilizacyjnych z dolara USA na euro – np. dotyczy to Chin) i słabnącej roli dolara USA (z uwagi m.in. na kryzys w USA) na rzecz euro; udział euro w rezerwach walutowych państw Europy Środkowo-Wschodniej oraz krajach śródziemnomorskich będzie wzrastał ze względu na dotychczasową rolę marki niemieckiej w tych krajach oraz z uwagi na ich chęć akcesji do Unii Europejskiej i UGW pozostałych krajów z tego obszaru lub chęć współpracy ze Wspólnotą.

- W zakresie międzynarodowych rynków finansowych: obniżenie kosztów transakcyjnych w krajach, które rozliczają się w euro (przyczyniają się do tego: powszechność, liczba i wolumen transakcji); wystąpienie efektu skali; rosnąca rola euro – malejąca dolara amerykańskiego w transakcjach na rynku finansowym (głównie ze względu na ryzyko i opłacalność inwestycji); nowe wymagania w stosunku do sektora bankowego w efekcie czego nastąpiło wzmocnienie pozycji konkurencyjnej banków (zaostrenie kryteriów); wzmocnienie kapitałowe (na skutek inwestycji i transakcji dokonywanych w euro); zwiększenie uniwersalności banków (rozszerzenie oferty bankowej, z jednoczesną unifikacją); zaostrenie polityki kredytowej a tym samym minimalizacja ryzyka (poprzez wprowadzenie nowych zasad związanych z udzieleniem kredytów – Bazylea II); ułatwienia legislacyjne poprzez zastosowanie Drugiej Dyrektywy Bankowej (wprowadzenie zasady: bank, który uzyskał pozwolenie na prowadzenie działalności bankowej w swoim kraju, nie potrzebuje dodatkowego zezwolenia na prowadzenie tej działalności w krajach Unii Europejskiej); ograniczenie dowolności w kształtowaniu długu publicznego przez poszczególne państwa z uwagi na kryteria konwergencji i Pakt Stabilności i Wzrostu; zwiększenie płynności (poprzez wprowadzenie i ujednoczenie instrumentów finansowych – w tym głównie instrumentów pochodnych), efektywności i głębokości rynku (wprowadzenie zasad i regulacji prawnych ułatwiających prowadzenie rozliczeń w euro); większe otwarcie rynku na finansowanie międzynarodowe (dopuszczenie do rynku nowoczesnych instrumentów finansowych oraz obcego kapitału); możliwości integracji rynku akcji (głównie poprzez: multilisting, skoncentrowanie obrotów na wielkich giełdach europejskich, skoncentrowanie obrotów na giełdach kraju emitenta); likwidacja ryzyka kursowego (poprzez wprowadzenie mechanizmów stabilizujących); koncepcja giełd paneuropejskich (poprzez lokalne, regionalne łączenie giełd po to by wzmocnić je kapitałowo – przykładem może tu być koncepcja połączenia giełd w Warszawie, Pradze i Budapeszcie); dopuszczanie papierów wartościowych do publicznego obrotu (papierów wartościowych z krajów członkowskich, denominowanych w euro); obowiązek informacyjny emitenta i nabywcy papierów wartościowych (unifikacja zasad rynku kapitałowego w UGW); funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych (ujednoczenie

zasad funkcjonowania i ich dostępność na obszarze Unii); pośrednictwo w obrocie papierów wartościowych (wprowadzenie procedur ułatwiających dystrybucję papierów wartościowych na obszarze Unii); wzajemne uznawanie dokumentów dopuszczeniowych papiery wartościowe do obrotu (ujednoczenie procedur, dzięki czemu następuje ich szybsza dystrybucja); przeciwdziałanie praniu brudnych pieniędzy (ujednoczenie procedur w tym względzie, poprzez ustalenie jednej kwoty, powyżej której rozpoczyna się procedura pralni); integracja rynków giełdowych w UE (głównie poprzez: integracja platform obrotów, demutualizacja – nie trzeba być członkiem giełdy, aby prowadzić na niej obrót – wystarczy mieć dostęp do platformy obrotu, izby rozliczeniowe: dwie koncepcje rozliczeń: (1) *Clearstream* i (2) *Euroclear*, nadzór: typy nadzoru, w UE obowiązują zasada kontroli według kraju emitenta).

Od momentu wprowadzenia euro – 1 stycznia 1999 roku, waluta ta zajęła znaczącą pozycję w gospodarce światowej, stając się drugą najważniejszą walutą na świecie. Potencjał euro jest znacznie większy od tego, jaki kiedyś odgrywała marka niemiecka, z uwagi na wielkość i ilość gospodarek, które są objęte tą walutą, a także z uwagi na dalsze perspektywy rozwoju strefy (rozszerzenie o nowe kraje członkowskie).

Euro ma zatem wszelkie podstawy ku temu, żeby skutecznie konkurować z dolarem USA na rynku międzynarodowym oraz stać się walutą globalną (obok 4 walut wspomnianych w poprzednim rozdziale).

Międzynarodową i globalną rolę euro można określić i zbadać również za pomocą tzw. macierzy B. Cohena<sup>19</sup>.

## 2.1. Euro jako waluta rezerwowa

Jest to najbardziej rozpowszechniony sposób mierzenia zastosowania danej waluty w sferze oficjalnej poprzez zestawienie jej w całości rezerw walutowych wszystkich banków centralnych skupionych wokół strefy. W takim rozumieniu euro jest postrzegane jako waluta rezerwowa (jak już wspomniano wcześniej, Chiny zgłosiły zapowiedź przeniesienia swoich rezerw walutowych z dolara USA na euro), która może podważyć w tej kwestii dominującą rolę dolara USA. Co ważne polityka i strategia monetarna EBC ukierunkowana jest na wyprowadzenie euro poza granice strefy (w przeciwieństwie np. do polityki banku cen-

<sup>19</sup> Benjamin Cohen z Univeristy of California w Berkeley – autor Macierzy definiującej funkcje, jakie powinna spełniać waluta pretendująca do odgrywania znaczącej roli w międzynarodowym systemie walutowym. Punktem wyjścia dla macierzy Cohena są podstawowe funkcje pieniądza w sferze oficjalnej, jak i prywatnej. W efekcie otrzymuje się następujące funkcje: funkcja waluty interwencyjnej, waluty rezerwowej, miernika wartości kursów (pochodne zastosowania pieniądza w sferze oficjalnej) oraz funkcje waluty inwestycyjnej, waluty przejścia na rynkach walutowych oraz waluty fakturowania (pochodne zastosowania pieniądza w sferze prywatnej).

tralnego Japonii czy Szwajcarii), wykorzystując przy tej okazji siłę i wielkość Eurolandu (którego potencjał będzie rósł proporcjonalnie do procesu akcesji nowych członków). Przy tej okazji nie można zapomnieć, że jednym z celów Jednolitego Rynku jest przecież posiadanie przez Unię Europejską jednej waluty o zasięgu międzynarodowym i globalnym.

Tabela 7.3. Wielkość i struktura walutowa oficjalnych rezerw dewizowych ogółem w świecie w mld SDR

Rezerwy dewizowe		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
		1 298,1	1 486,3	1 631,3	1 771,7	2 036,2	2 413,8	2 921,0	3 348,0
w tym (%)	Dolar amerykański	71,0	71,1	71,5	67,0	65,9	65,8	66,7	64,7
	Jen japoński	6,4	6,1	5,1	4,4	3,9	3,9	3,6	3,2
	Funt brytyjski	2,9	2,8	2,7	2,8	2,8	3,4	3,6	4,4
	Frank szwajcarski	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2
	Euro	17,9	18,3	19,2	23,8	25,2	24,9	24,2	25,8

Źródło: L. Oręziak, *Euro – pieniądz międzynarodowy*, „Bank i Kredyt” nr 1/2008, s. 25.

Dane zawarte w tabeli 7.3. wyraźnie pokazują – o czym również już pisano – na tendencję spadkową w przypadku dolara USA i jena japońskiego na rzecz euro. Ta tendencja świadczy o rosnącej roli euro w świecie, w aktywach walutowych poszczególnych krajów w postaci rezerw walutowych.

Decyzja czy dana waluta będzie walutą rezerwową czy nie leży w gestii banków centralnych. Banki centralne prowadzą w tym zakresie jednoznaczną politykę opartą na czynniku ekonomicznym i strategicznym, które to czynniki wynikają z procesu dywersyfikacji.

Posiadanie przez kraj rezerw walutowych w danej walucie musi być oparte na czynniku ekonomicznym, czyli na uzyskiwaniu zysku, a nie straty z tytułu denominowania rezerw w danej walucie. Dlatego też istotna jest długofalowa pozycja danej waluty i jej aktywa na rynku międzynarodowym. W przypadku euro można zaobserwować rosnące zainteresowanie dywersyfikacją walut ze strony banków centralnych – głównie dolara USA (z uwagi na słabą pozycję tej waluty na rynkach międzynarodowych spowodowaną kryzysem *subprime*) na rzecz euro. Ostateczna pozycja euro w przypadku analizy tego czynnika będzie zależała od dochodowości aktywów denominowanych w tej walucie.

Czynnik strategiczny związany jest bezpośrednio z zasięgiem terytorialnym/geograficznym, jaki zajmuje dana waluta. Im zasięg ten będzie większy tym – w przypadku euro – waluta będzie miała większe znaczenie jako waluta rezerwowa.



Biorąc pod uwagę dalsze rozszerzanie Unii Europejskiej (oraz rosnący deficyt bilansu obrotów bieżących, zadłużenie zagraniczne Stanów Zjednoczonych, a także kryzys na rynku nieruchomości – zwiększyły zainteresowanie banków centralnych na świecie dywersyfikacją struktury walutowej swoich rezerw, polegającą na zmniejszeniu w nich roli dolara USA i zwiększeniu innych walut) – a w dalszej perspektywie strefy euro – znaczenie euro jako waluty rezerwowej będzie rosło.

## 2.2. Euro jako miernik kursów

Szansa, aby euro stało się miernikiem kursów jest w chwili obecnej niewielka (jedyny czynnik jaki przemawia za tym miernikiem jest fakt powiązania euro z walutami większości krajów Unii Europejskiej znajdującymi się poza strefą euro). Wynika to z faktu, że wiele krajów – głównie surowcowych – denominuje ceny surowców w walucie amerykańskiej. A to oznacza, że dolar USA ma nadal wiodącą rolę w tym zakresie w gospodarce światowej. Analiza rynku światowego pokazuje, że kraje, których eksport składa się w dużej części z surowców, w dalszym ciągu dążą do powiązania swoich jednostek pieniężnych z walutą amerykańską (waluty takich krajów często są określane mianem walut surowcowych – *commodity currencies*). Fakt ten przesądza jak na razie, aby euro stało się walutą dominującą w tej kategorii.

## 2.3. Euro jako waluta interwencyjna

Waluta interwencyjna to taka, z pomocą której możliwe są do przeprowadzenia interwencje na rynku międzynarodowym, dokonywane przez władze danego kraju lub grupy krajów. I w tym względzie dominacja dolara USA jest jak na razie niekwestionowana. Jednak nie jest ona już tak silna jak np. w momencie wprowadzania po raz pierwszy euro do biegu.

Euro ma szansę bardzo szybko zdobyć w tym segmencie macierzy B. Cohena dominującą rolę, z uwagi na potencjał, który posiada (duże rezerwy walutowe, jakie posiada EBC i siła waluty).

Do wzrostu znaczenia euro, jako waluty interwencyjnej, może przyczynić się również ścisła kooperacja walutowa w Eurolandzie.

## 2.4. Euro jako waluta inwestycyjna

Zastosowanie euro jako waluty inwestycyjnej będzie uzależnione od stopnia płynności oraz poziomu i jakości usług finansowych – szczególnie w segmencie rynku kapitałowego.

Strefa euro w chwili obecnej może konkurować z rynkiem amerykańskim tylko w zakresie rynku obligacji rządowych. Sukces euro jako waluty denomina-

cji obligacji międzynarodowych jest niepodważalny, a obligacje wyrażone w euro mogą stać się benchmarkiem światowego rynku kapitałowego.

Rynek akcji w Europie jest bardzo rozdrobniony – w USA jest wysoce skonolidowany; rynek giełdowy w Europie charakteryzuje się wysokim stopniem niedokapitalizowania (świadczą o tym podjęte działania ze strony giełd w Warszawie, Pradze i Budapeszcie w kontekście konsolidacji) – w przeciwieństwie do rynku amerykańskiego; brak jednolitych procedur prawnych w zakresie emisji akcji na rynku europejskim; wszystkie wzorce instrumentów finansowych i kapitałowych pochodzą z rynku amerykańskiego (np. w zakresie opcji walutowych czy procesu sekurytyzacji) – są one w dalszym ciągu zaciągane przez poszczególne rynki europejskie.

Wymienione czynniki jednoznacznie świadczą o dominującej roli rynku amerykańskiego w zakresie inwestycji na rynku finansowym.

Aby euro zajęło dominującą rolę w tym segmencie, konieczna wydaje się większa integracja w obszarze politycznym i ekonomicznym ze strony Eurolandu.

## 2.5. Euro jako waluta fakturowania

Funkcja waluty związana z fakturowaniem wynika bezpośrednio z handlu międzynarodowego i dotyczy fakturowania eksportu i importu. W handlu międzynarodowym wyraźnie dotychczas rysowała się tendencja do fakturowania transakcji w walucie kraju eksportera. Ten czynnik macierzy B. Cohena jest nierozdzielnie związany z zasadami i sposobami prowadzenia handlu międzynarodowego. Do najważniejszych zasad należy wymienić tu prawo Grassmana, w myśl którego handel towarami przemysłowymi między krajami wysoko rozwiniętymi jest rozliczany w walucie eksportera. Handel między krajami rozwiniętymi a krajami rozwijającymi się jest rozliczany w walucie tej pierwszej grupy państw. W przypadku handlu surowcami, uczestnicy transakcji najczęściej odwołują się do dolara USA, a także funta szterlinga – walut w których denominowana jest większość surowców na świecie<sup>20</sup>.

Dane zawarte w tabeli 7.4. wskazują na wysoki udział eksportu ze strefy euro w światowym eksporcie. To z kolei wskazuje na upowszechnianie się międzynarodowego zastosowania euro także w innych funkcjach waluty międzynarodowej.

W przypadku importu towarów przez kraje strefy euro spoza Unii – wyraźnie widać dominację dolara. Dominację tę należy przede wszystkim uzasadnić znacznym udziałem ropy oraz innych surowców mineralnych w imporcie (co należy uznać za trwałą tendencję w tym zakresie). Fakt ten ostatecznie rzutuje wyraźnie na udział euro w procesie fakturowania handlu zagranicznego.

---

<sup>20</sup> P. Kowalewski, *Euro a międzynarodowy system walutowy*, Twigger, Warszawa 2001, s. 197.

Tabela 7.4. Udział euro w fakturowaniu handlu zagranicznego w wybranych krajach strefy\* w okresie 2006–2007(w %)

Rodzaj fakturowania	2006	2007
Fakturowanie eksportu towarów z wybranych krajów strefy euro do krajów spoza strefy euro	43-58	48-61
Fakturowanie importu towarów z wybranych krajów strefy euro do krajów spoza strefy euro	52-71	66-79
Fakturowanie eksportu usług z wybranych krajów strefy euro do krajów spoza strefy euro	49-62	39-54
Fakturowanie eksportu usług z wybranych krajów strefy euro do krajów spoza strefy euro	60-73	59-72

\* zbadano dostępne dane; nie wszystkie kraje publikują dane na temat fakturowania

\*\* wielkości w przedziale oznaczają dolną i górną granicę badanych wartości

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z EBC za 2007 rok.

Zastosowanie euro w handlu zagranicznym większości nowych krajów członkowskich Unii wzrastało dynamicznie od początku ich akcesji z Unią Europejską. Proces ten jest zrozumiały z uwagi na fakt, iż kraje te dążą do wejścia do strefy euro.

W procesie fakturowania w danej walucie istotny jest jeszcze tzw. efekt zewnętrzny sieci – *network externalities*, który polega na tym, że im więcej osób czy podmiotów używa danej waluty, tym bardziej staje się ona atrakcyjna dla innych. Efekt ten jest w dużej mierze pochodną zjawiska inercji, jakie występuje w każdym systemie walutowym. Jeżeli wśród uczestników zakorzeni się zaufanie do jednej waluty, to wolą oni posługiwać się nią niezależnie od kondycji gospodarki kraju emitującego tę walutę (szczególnie problem ten dotyczy rynku ropy naftowej i miedzi, rynku samolotów i statków, giełd towarowych)<sup>21</sup>.

Na rozwój i pozycję euro w zakresie fakturowania istotny wpływ ma fakt, że Euroland w chwili obecnej jest największą potęgą eksportową na świecie, pod względem udziału w światowym eksporcie. Ważną kwestią jest również dążenie przedsiębiorstw i firm z obszaru euro do stosowania tej waluty w rozliczeniach z resztą świata. Dałoby to tym podmiotom możliwość ograniczenia ujemnych skutków związanych z ryzykiem kursowym (im silniejsza będzie pozycja przetargowa eksporterów z krajów obszaru euro, tym łatwiej będzie im skłonić swoich partnerów biznesowych do akceptowania euro, jako waluty fakturowania).

Aby dokładnie zmierzyć poziom fakturowania w danej walucie należy obliczyć tzw. wskaźnik umiędzynarodowienia waluty – *internationalization rate*<sup>22</sup>.

<sup>21</sup> Ibidem, s. 198.

<sup>22</sup> Wskaźnik ten oblicza się jako: udział handlu (eksportu) fakturowanego w walucie państwa X/ udział państwa waluty X w światowym handlu (eksporcie).

Dla euro, jako waluty w której niewątpliwie proces fakturowania na rynku międzynarodowym zachodzi – istotne jest to, że wszystkie kraje Unii Europejskiej traktują tę walutę, jako walutę operacyjną na rynku wewnętrznym. Fakt ten znacznie osłabia rolę euro w świecie jako waluty fakturowania.

Kolejnym elementem osłabiającym pozycję euro w obszarze fakturowania jest element inercji, która występuje w ramach systemu walutowego oraz handlu zagranicznego. Liberalizacja dewizowa nie dotyczy UE i USA, ponieważ obydwa ośrodki gospodarcze takich ograniczeń w praktyce nie stosują. Ważnym czynnikiem jest również istnienie dominacji waluty amerykańskiej w Azji Wschodniej, a więc w tym obszarze gospodarki światowej, gdzie wolumen handlu światowego jest jednym z najwyższych.

Niemniej jednak w ostatecznym rozrachunku wzrost znaczenia gospodarki Eurolandu w całości gospodarki światowej będzie zapewne prowadził do zwiększenia udziału euro jako waluty transakcyjnej w handlu międzynarodowym.

## 2.6. Euro jako waluta transakcyjna

Walutą transakcyjną jest każda waluta, która odgrywa istotne znaczenie na rynkach walutowych. Im rynek walutowy jest bardziej płynny, tym następuje większe zaangażowanie danej waluty w rynku jako waluty transakcyjnej. Pozycja dolara USA pozostaje w tej kwestii niezagrożona. W chwili obecnej – przyjmując nawet wielkości szacunkowe – wynosi ona 60% wszystkich transakcji na rynku walutowym na świecie<sup>23</sup>.

Podsumowując znaczenie poszczególnych elementów macierzy B. Cohena (niezależnie od tego czy przemawiają one w tej chwili za globalnym i międzynarodowym charakterem euro czy nie), trzeba pamiętać, że z upływem czasu euro jako waluta będzie zdobywać coraz większą przewagę zarówno na rynku międzynarodowym – jako waluta międzynarodowa i rynku globalnym – jako waluta globalna. Jej przewaga będzie wynikać z naturalnego faktu dalszego rozszerzania się Unii Europejskiej i strefy euro (pomimo tego, że proces ten będzie nierównomierny i rozciągnięty w czasie). Siła euro będzie miała zatem tendencję wzrostową i nie można w tej chwili przewidzieć jak długo ten proces będzie trwał. Można natomiast pokusić się o stwierdzenie, że w docelowym swoim kształcie euro będzie walutą globalną i z czasem zajmie pierwsze miejsce wśród innych walut o zasięgu międzynarodowym.

W oparciu jednak o powyższą analizę można jednoznacznie twierdzić, że euro w chwili obecnej zaczyna pełnić rolę waluty międzynarodowej – a w kontekście roli euro jako jednego z 4–5 centrów/ośrodków walutowych – waluty globalnej.

---

<sup>23</sup> Opracowanie własne na podstawie danych Banku Rozrachunków Międzynarodowych z siedzibą w Bazylei.

Rola euro jako waluty międzynarodowej sukcesywnie wzrasta w relacji do innych walut międzynarodowych (przy równoczesnej słabnącej roli dolara amerykańskiego), a obszar walutowy strefy euro spełnia już wszelkie wymogi, aby euro pełniło funkcję waluty międzynarodowej w zastosowaniach prywatnych i oficjalnych. To, jak szybko i trwale euro spełniać będzie te funkcje, będzie zależęć od odpowiedzi na następujące pytania:

- jak duże będą wątpliwości co do skuteczności polityki antyinflacyjnej w strefie euro?
- czy euro będzie miało tendencje do aprecjacji czy deprecjacji?
- jak duże będzie ryzyko polityczne obszaru walutowego?
- skuteczność przeprowadzonych reform budżetowych w krajach strefy

Ponadto na obecną i przyszłą pozycję euro w gospodarce światowej rzutują następujące czynniki:

- skuteczność działań podejmowanych na rzecz poprawy międzynarodowej konkurencyjności obszaru euro,
- rozwój rynku finansowego na obszarze euro,
- umacnianie międzynarodowej wiarygodności działających na obszarze euro przedsiębiorstw i instytucji finansowych,
- pozycje innych głównych walut na rynku międzynarodowym<sup>24</sup>.

### 3. Jednolity europejski rynek finansowy jako konsekwencja dalszego rozszerzania i globalizacji strefy euro

Przejawem i konsekwencją globalizacji i umiędzynarodowienia europejskiego rynku finansowego było przyjęcie euro przez 12 krajów członkowskich Unii Europejskiej 1 stycznia 2002 roku oraz opracowanie procedur dalszego rozszerzania strefy euro (Rezolucja Parlamentu Europejskiego w sprawie rozszerzenia strefy euro 2006/2103 INI<sup>25</sup>).

<sup>24</sup> L. Oręziak, *Euro nowy pieniądz*, PWN, Warszawa 2004, s. 123.

<sup>25</sup> Rezolucja ta przypomina, że warunkiem przystąpienia do strefy euro jest spełnienie wszystkich kryteriów z Maastricht określonych w Traktacie i w Protokole w sprawie art. 121 Traktatu: wysokiego stopnia stabilności cen, sytuacji budżetowej rządu bez nadmiernego deficytu, przynajmniej dwuletniego członkostwa w nowym mechanizmie wymiany (ERM II), stosowania normalnych granic wahań, konwergencji długoterminowych stóp procentowych, zgodności systemu przepisów z traktatem z Maastricht, niezależnego banku centralnego oraz konwergencji gospodarczej. Rezolucja ta przypomina, że wszystkie państwa członkowskie korzystające z odstępstwa muszą spełnić kryteria z Maastricht przed przystąpieniem do strefy euro, a także, że wymogi przewidziane w pakcie na rzecz stabilności i wzrostu znajdują zastosowanie wobec wszystkich państw członkowskich; wyraża przekonanie, że ocena stopnia przygotowania państw do przyjęcia euro musi opierać się na tych samych definicjach i zasadach, które zostały ustanowione w poprzednich raportach o konwergencji, co pozwoli zagwarantować ciągłość i równe traktowanie wszystkich państw członkowskich.