

Dolar i euro jako waluty międzynarodowe

Leokadia Oręziak

Dolar amerykański przez większość minionego wieku i na początku obecnego cieszył się powszechnym uznaniem i zaufaniem uczestników handlu międzynarodowego oraz międzynarodowych rynków finansowych, w szczególności banków centralnych. W ostatnim czasie ta ogólnie dobra reputacja waluty Stanów Zjednoczonych zaczęła być kwestionowana. Postępujący w 2004 r. spadek kursu dolara amerykańskiego wobec euro oraz innych walut międzynarodowych wywołał w całym świecie żywą dyskusję na temat potencjalnych zmian w międzynarodowym systemie walutowym. Główna kwestia w tej dyskusji to możliwe kierunki ewolucji zastosowania waluty amerykańskiej w obrocie międzynarodowym, w tym jako waluty rezerwowej używanej przez banki centralne. W rezultacie stawiane jest pytanie o szanse na szersze wykorzystanie euro w tych dziedzinach, gdzie dolar dotychczas miał pozycję dominującą. Z punktu widzenia uczestników handlu i finansów międzynarodowych istotne jest również to, czy rysujące się w bliższej i dalszej perspektywie zmiany pozycji najważniejszych walut na świecie będą postępować harmonijnie i nie spowodują nadmiernych zagrożeń dla gospodarki światowej.

Podłoże deprecjacji dolara amerykańskiego

Spadkowa tendencja kursu dolara amerykańskiego zaczęła wyraźnie rysować się w drugiej połowie 2001 r. Nastąpiło to po okresie jego aprecjacji wobec euro od 1999 r., która była przede wszystkim skutkiem wyso-

kiej rentowności lokat w Stanach Zjednoczonych w tym czasie, związanej z dużą dynamiką rozwojową gospodarki amerykańskiej. Nie bez znaczenia było również to, że euro było walutą zupełnie nową, z którą uczestnicy rynku musieli się dopiero oswoić. Bank centralny strefy euro – Europejski System Banków Centralnych (ESBC) stał natomiast przed zadaniem zbudowania swego wizerunku jako instytucji skutecznie dbającej o stabilność siły nabywczej emitowanej przez siebie waluty. W efekcie przez pierwsze dwa lata istnienia euro waluta ta miała tendencję spadkową wobec dolara amerykańskiego. W 1999 r. średni poziom kursu dolara do euro wynosił 1,06 USD, w 2000 r. 0,92 USD, w 2001 r. zaś 0,89 USD¹.

Oslabienie koniunktury w Stanach Zjednoczonych oraz fala bankructw wielkich firm w tym kraju istotnie przyczyniły się do odwrócenia się od 2001 r. poprzedniej tendencji kursowej. W 2002 r. średni poziom kursu dolara do euro wynosił 0,94 USD, w 2003 r. 1,13 USD, w 2004 r. zaś (za trzy kwartały) 1,22 USD². W grudniu 2004 r. kurs dolara spadł do rekordowo niskiego poziomu 1,36 USD (29 grudnia na rynku międzybankowym w Londynie). Oznacza to deprecjację dolara wobec euro w tym okresie rządu 40%. Spadek dolara wobec jena był nieco mniejszy i wyniósł około 24%, na co istotny wpływ miały liczne interwencje banku centralnego Japonii na rynku walutowym w celu powstrzymania aprecjacji tej waluty. Wobec szero-

¹ „Monthly Bulletin” (European Central Bank) z listopada 2003 r., s. 80*.

² „Monthly Bulletin” (European Central Bank) z grudnia 2004 r., s. 68*.

kiego koszyka walut, stosowanego przez amerykański System Rezerwy Federalnej, deprecjacja dolara w omawianym okresie była jeszcze mniejsza, gdyż wyniosła 16%. Ten mniejszy spadek dolara był głównie skutkiem faktu, że część z walut ujętych w koszyku była mniej lub bardziej ściśle powiązana z dolarem poprzez różne systemy kursowe³.

Główne przyczyny osłabiania się dolara od kilku lat mają charakter strukturalny. Wynikają one z istnienia w Stanach Zjednoczonych tzw. bliźniaczych deficytów (*twin deficit*), czyli deficytu bilansu obrotów bieżących oraz deficytu budżetowego.

Deficyt bilansu obrotów bieżących i deficyt budżetowy

Występujący od dłuższego czasu deficyt w bilansie obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych jest rezultatem działania wielu czynników. Chodzi w szczególności o czynniki powodujące ciągłe utrzymywanie się nadwyżki importu nad eksportem, wskazującej na duże uzależnienie gospodarki amerykańskiej od zakupów za granicą. Finansowanie deficytu bilansu obrotów bieżących było dotychczas zapewnione dzięki inwestorom międzynarodowym, nabywającym różne aktywa dolarowe, w tym głównie amerykańskie papiery skarbowe⁴. Głównymi nabywcami tych ostatnich papierów były do tej pory banki centralne.

W ostatnich latach na sytuację w bilansie obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych istotny wpływ miała stosunkowo luźna polityka pieniężna, jak również budżetowa w tym kraju. Jeśli chodzi o politykę pieniężną, to została ona wyraźnie złagodzona od 2001 r. Kierując się obawami przed wystąpieniem deflacji i recesji, amerykański bank centralny, System Rezerwy Federalnej (Fed), rozpoczął od tego roku bardzo aktywny proces obniżania stóp procentowych. W efekcie stopy te zostały zredukowane do rekordowo niskiego poziomu w całym okresie powojennym. Politykę taniego i łatwo dostępnego pieniądza amerykański bank centralny prowadził przez ponad dwa lata, doprowadzając ostatecznie do ujemnych realnych stóp procentowych, co stało się istotnym bodźcem do zadłużania się zarówno podmiotów prywatnych, jak i publicznych. W efekcie duża masa pieniądza trafiła do gospodarki, na rynek finansowy, przyczyniając się także do zdynamizowania popytu na import.

Ostatnie lata to także okres mniej zdyscyplinowanej niż poprzednio polityki budżetowej w Stanach Zjednoczonych. Dobra sytuacja w budżecie osiągnięta za rządów prezydenta Clintona, wyrażająca się nad-

wyżką rządu 2% PKB w 2001 r., uległa od 2002 r. wyraźnemu pogorszeniu (deficyt około 1% PKB w 2002 r. oraz 4,4% w 2004 r.)⁵. Miało na to wpływ wiele czynników, z których do ważniejszych należy zaliczyć konieczność sfinansowania wydatków wojskowych związanych z interwencją w Iraku oraz zwiększone wydatki na cele bezpieczeństwa wewnętrznego. Wpływ na sytuację budżetową miały także podjęte redukcje podatków oraz zwiększenie wydatków na cele socjalne. Bardziej ekspansywna polityka budżetowa nie pozostała bez wpływu na stan bilansu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych.

Szacowany poziom tego deficytu w 2004 r. to ponad 600 mld USD, czyli około 5,5% PKB. Wśród krajów mających największy udział w finansowaniu tego deficytu są Chiny, mające w 2004 r. nadwyżkę w bilansie obrotów bieżących szacowaną na poziomie 40 mld USD. Ponadto takimi krajami są: Japonia, Tajwan, Korea Południowa, Singapur i Malezja, które w 2004 r. osiągnęły łączną nadwyżkę wynoszącą 275 mld USD⁶. Oznacza to, że tych kilka krajów azjatyckich finansuje ponad połowę amerykańskiego deficytu bilansu obrotów bieżących. To z kolei jest jednym z czynników wpływających na wielkość i strukturę walutową rezerw dewizowych utrzymywanych przez te kraje. Jednocześnie warto zauważyć, biorąc pod uwagę powyższe dane, że przesadzone są opinie, iż deficyt bilansu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych istnieje w dużej mierze dzięki polityce realizowanej przez Chiny, ponieważ w jego finansowaniu uczestniczą w dużym stopniu także inne kraje azjatyckie.

Przewiduje się, że w 2005 r. deficyt bilansu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych może się zbliżyć do 6% PKB. Powszechnie podkreśla się fakt, że deficyt ten jest odzwierciedleniem tego, na jaką skalę wydatki amerykańskich gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i władz publicznych przewyższają dochody osiągane przez te podmioty. W porównaniu np. z końcem lat 70., kiedy deficyt bilansu obrotów bieżących był mniejszy niż 1% PKB, gospodarstwa domowe w Stanach Zjednoczonych oszczędzają obecnie znacznie mniej dochodu pozostającego po opodatkowaniu. W efekcie muszą więcej pożyczać na sfinansowanie swej konsumpcji. Podobnie przedstawia się sytuacja w przypadku rządu federalnego, który obecnie pożyczka znacznie więcej niż kiedyś. Tak jak w przypadku osoby indywidualnej, wydającej więcej niż zarabia, i zmuszonej do pozbywania się części swego majątku (aktywów) lub zaciągania pożyczek, Stany Zjednoczone finansują swój deficyt bilansu obrotów bieżących albo poprzez sprzedaż swych aktywów finansowych,

³ *Further to fall*. „The Economist” z 1 stycznia 2005 r.

⁴ Zob. szerzej: M. Wolf: *The world must adjust to the dollar's inevitable fall*. „Financial Times” z 24 listopada 2004 r.

⁵ *Economic and financial indicators*. „The Economist” z 8 stycznia 2005 r.

⁶ J. Anderson: *Yuan-derful*. „The Wall Street Journal Europe” z 20 grudnia 2004 r.

w tym akcji i udziałów w spółkach, albo poprzez zadłużanie się⁷.

Istnieje świadomość, że utrzymywanie się amerykańskiego deficytu bilansu obrotów bieżących na tak wysokim poziomie jak dotychczas może stwarzać poważne problemy związane zarówno z jego finansowaniem, jak i narastaniem zadłużenia zewnętrznego i jego obsługą. Finansowanie tego deficytu wymaga bowiem równoważnego napływu kapitału. Słaby dolar sprzyja temu, gdyż aktywa dolarowe są tańsze dla reszty świata. Teoretycznie biorąc, tańszy dolar ostatecznie powinien sprzyjać zwiększeniu konkurencyjności amerykańskiego eksportu, a w efekcie przyczynić się do zmniejszenia deficytu. Problem sprowadza się do tego, że amerykański import był dotychczas o około 50% wyższy niż eksport. Po to, by deficyt handlowy nie wzrastał, eksport musiałby rosnąć znacznie szybciej niż import. W przeciwnym razie zadłużenie zagraniczne będzie wzrastać.

Jeśli chodzi o zadłużenie zagraniczne Stanów Zjednoczonych, to jeszcze w latach 80. kraj ten był wierzycielem netto. Od tamtego czasu sytuacja radykalnie się zmieniła. Zagraniczne zobowiązania brutto tego kraju na koniec 2004 r. osiągnęły poziom 11 bln USD, zobowiązania netto zaś 3,3 bln USD (28% PKB). Wynikający stąd problem dla gospodarki światowej polega m.in. na tym, że kraj ten absorbuje znaczną część oszczędności dostępnych na rynku międzynarodowym⁸.

Mimo wzrostu zadłużenia zagranicznego Stanów Zjednoczonych w ostatnich latach kraj ten mógł uzyskać finansowanie ze strony inwestorów międzynarodowych po relatywnie niskich stopach procentowych⁹. Ważnym czynnikiem, który to umożliwiał, była dotychczas chęć krajów azjatyckich nabywania amerykańskich papierów skarbowych do swych rezerw dewizowych. Z kolei te rezerwy umożliwiały tym krajom utrzymywanie kursów ich walut, poprzez powiązanie ich z dolarem, na relatywnie niskim poziomie wobec innych walut w celu promowania swego eksportu. Pokazuje to, że banki centralne tych krajów zachowują się inaczej niż prywatni inwestorzy, gdyż rentowność lokat jest dla nich drugoplanowa, a bardziej liczą się inne cele.

Ta możliwość bezproblemowego zbywania w Azji przez Stany Zjednoczone papierów emitowanych na pokrycie deficytu budżetowego pozwoliła na utrzymanie stóp procentowych w gospodarce amerykańskiej na poziomie niższym od tego, jaki byłby konieczny, gdyby

banki centralne krajów azjatyckich nie były tak zaangażowane w finansowanie tego deficytu. Z kolei relatywnie niskie koszty pozyskiwania funduszy na rynku amerykańskim stały się, jak podkreślano wyżej, siłą napędową wzrostu wydatków konsumpcyjnych oraz zapotrzebowania na import w Stanach Zjednoczonych.

Poza kosztami finansowania druga znacząca korzyść wynikająca dla tego kraju z międzynarodowej pozycji dolara to możliwość zadłużania się na rynku międzynarodowym w swej walucie. Inne kraje, zadłużające się na tym rynku, jak np. Meksyk czy Argentyna, pożyczają fundusze w walutach obcych. Kraje takie muszą się liczyć z tym, że wraz z deprecjacją ich walut wobec walut, w których wyrażone są zobowiązania zagraniczne, wzrasta ciężar obsługi długu wyrażony w walutach krajowych. W przypadku zobowiązań Stanów Zjednoczonych ryzyko kursowe spada na zagranicznych wierzycieli tego kraju. Istotne jest też to, że inwestorom z tego kraju, którzy dokonali inwestycji na rynku międzynarodowym w różnych walutach, deprecjacja dolara jest zjawiskiem atrakcyjnym, bowiem w ujęciu dolarowym lokaty te stają się bardziej rentowne. Generalnie można powiedzieć, że status dolara jako waluty światowej dotychczas ułatwiał Stanom Zjednoczonym pozyskiwanie finansowania na wyjątkowo korzystnych warunkach, co w praktyce stanowiło zachętę do intensywnego zadłużania się tego kraju. W związku z tym coraz częściej stawia się pytanie, czy możliwa dalsza deprecjacja dolara wzrost zadłużenia zagranicznego nie zmniejszy chęci inwestorów do dalszego finansowania gospodarki amerykańskiej na dotychczasowych warunkach.

Skutki aprecjacji euro

Oceniając dotychczasowy proces aprecjacji euro wobec dolara i niektórych innych walut, należy wskazać, że jest on, poza słabością dolara, również dowodem zaufania społeczności międzynarodowej do tej nowej waluty. Jest ona efektem wielkiego projektu integracyjnego, określanego też nieraz jako najbardziej ambitny w świecie eksperyment monetarny. W ciągu ponad sześciu lat istnienia euro uczestnicy handlu międzynarodowego i rynków finansowych nie tylko oswoili się z tą walutą, ale uznali ją za wiarygodną alternatywę wobec dolara amerykańskiego.

Występująca ciągle aprecjacja euro wobec dolara stała się w latach 2003 i 2004 poważnym hamulcem eksportu ze strefy euro, a w efekcie barierą ożywienia gospodarczego w krajach członkowskich. W listopadzie 2004 r. prezes EBC, Jean-Claude Trichet, określił nawet aprecjację euro jako „brutalną” z punktu widzenia firm europejskich¹⁰. Zważywszy na fakt, że strefa euro jest największym eksporterem na świecie, ogromna liczba

⁷ Zob. szerzej: *Dollars' Fall Risks Plunging U. S. Economy Into Crisis*. „The Wall Street Journal Europe” z 18 stycznia 2005 r.

⁸ *The passing of the buck*. „The Economist” z 4 grudnia 2004 r.

⁹ Na przykład według stanu na 29 grudnia 2004 r. oprocentowanie dwuletnich obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych wynosiło 1,78%, a dziesięcioletnich 4,19% i było niższe niż oprocentowanie analogicznych obligacji w strefie euro, wynoszące odpowiednio 2,44% i 4,26%. Por. *Money and interest rates*. „The Economist” z 3 stycznia 2005 r.

¹⁰ G. Ip: *U. S. begins to accept falling dollar*. „The Wall Street Journal Europe” z 10 listopada 2004 r.

firm, które tu działają, jest silnie uzależniona od eksportu do krajów trzecich. Poziom kursu euro jest szczególnie istotny z punktu widzenia firm o zasięgu globalnym, takich jak niemieccy producenci samochodów czy francuscy producenci kosmetyków czy odzieży. Niektórzy z tych producentów, poszukując ochrony przed ryzykiem kursowym, przenieśli część swej produkcji za granicę, w tym także do Stanów Zjednoczonych.

Dla wielu firm eksportujących ze strefy euro Stany Zjednoczone, w porównaniu z innymi krajami trzecimi, są bardzo atrakcyjnym i stabilnym rynkiem zbytu. Firmy te są często gotowe do zmniejszenia swych zysków, aby utrzymać swoje towary na rynku amerykańskim, mimo aprecjacji euro, powodującej wzrost cen wyrażonych w dolarach. To ograniczenie zysków było dotychczas koniecznym krokiem, by zniwelować ten wzrost cen i związane z nim zmniejszenie konkurencyjności towarów europejskich. Warto dodać, że w niektórych przypadkach ograniczenie możliwości eksportowych spowodowało skierowanie większej liczby towarów na rynek wewnętrzny strefy euro, przyczyniając się do zwiększenia nadwyżki ich podaży (np. samochodów).

Zważywszy na ścisłe powiązanie walut krajów azjatyckich z dolarem, także te waluty, wraz z osłabieniem dolara, zdeprecjonowały się w stosunku do euro. To z kolei stało się poważnym czynnikiem hamującym eksport europejski również do południowo-wschodniego regionu Azji (głównie Chin, Japonii, Korei Południowej)¹¹.

Z punktu widzenia polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego silne euro jest zjawiskiem korzystnym, gdyż pozwala tej instytucji łatwiej realizować wyznaczony przez traktat o Wspólnocie Europejskiej (TWE) cel w postaci stabilności cen. Stwarza również dodatkowe pole do ewentualnych obniżek stóp procentowych. W 2004 r. EBC nie podejmował decyzji o takich obniżkach, bowiem stopa inflacji w strefie euro ciągle była wyższa niż 2% (pod koniec 2004 r. stopa inflacji wynosiła 2,2%). Tymczasem cel jednolitej polityki pieniężnej to roczna stopa inflacji w średnim okresie niższa niż 2%, ale bliska tej wielkości (*less than but close to 2%*). Biorąc pod uwagę ten cel oraz fakt, że w ciągu czterech z ostatnich pięciu lat faktyczna inflacja w strefie euro przekraczała cel inflacyjny wyznaczony przez EBC, niektórzy obserwatorzy wskazują, że w 2005 r. nie należy raczej oczekiwać jakiegoś istotnego złagodzenia polityki pieniężnej przez tę instytucję¹².

W świetle przedstawionych wyżej tendencji kursowych rysuje się pytanie o możliwą ewolucję roli dolara i euro jako walut międzynarodowych.

Zastosowanie dolara i euro w handlu i finansach międzynarodowych

Waluty międzynarodowe mają zastosowanie zarówno w tzw. obrocie prywatnym, obejmującym transakcje między przedsiębiorstwami, instytucjami finansowymi, w tym bankami, władzami publicznymi oraz osobami indywidualnymi, jak i w tzw. obrocie oficjalnym, w którym najważniejszymi uczestnikami są banki centralne. W obrocie oficjalnym waluty międzynarodowe są stosowane do fakturowania realizowanej w eksporcie sprzedaży towarów i usług, dokonywania płatności z tytułu transakcji handlowych i finansowych oraz jako waluty inwestycyjne (czyli waluty, w których przechowywane są zasoby pieniężne). W obrocie oficjalnym waluty międzynarodowe mogą być wykorzystywane jako podstawa stabilizowania kursów (czyli jako waluty referencyjne), do przeprowadzania interwencji na rynku walutowym (waluty interwencyjne) oraz utrzymywania rezerw dewizowych przez banki centralne (waluty rezerwowe)¹³.

Wszystkie powyższe funkcje walut międzynarodowych są ze sobą ściśle powiązane. Punktem wyjścia używania waluty danego kraju na skalę międzynarodową jest zastosowanie do wystawiania faktur w eksporcie, z czym może się wiązać fakt prowadzenia w tej walucie notowań cen różnych produktów na międzynarodowych giełdach towarowych (np. notowanie w dolarach amerykańskich cen ropy naftowej). Konsekwencją zastosowania danej waluty do fakturowania jest najczęściej użycie jej także do rozliczenia transakcji (dokonania płatności). Im szerzej waluta jest wykorzystywana jako waluta transakcyjna, tym silniejsze są bodźce do utrzymywania w różnej formie zasobów tej waluty przez uczestników obrotów międzynarodowych. Najczęściej stosowaną formą są kwoty danej waluty znajdujące się na rachunkach bankowych. Uczestnicy rynku, w zależności od swych preferencji dotyczących płynności lokaty, jej rentowności oraz ryzyka, do przechowywania zasobów danej waluty mogą używać różnych instrumentów dostępnych na rynku finansowym. Im lepiej rozwinięty i obszerniejszy jest ten rynek, tym większy jest wybór i tym łatwiej w praktyce posługiwać się walutą w obrocie międzynarodowym. Oczywiście jest więc, że kraj (obszar) emitujący tę walutę nie może stosować jakichkolwiek ograniczeń dewizowych.

Duża skala zastosowania niektórych walut przez uczestników handlu międzynarodowego i międzynarodowych rynków finansowych wywołuje konieczność posiadania odpowiednio dużych rezerw tych walut przez banki centralne. Potrzeba dysponowania odpowiednio większymi rezerwami jakiejś waluty wzrasta, jeśli waluta ta jest podstawą stabilizowania kursu waluty

¹¹ Zob. szerzej: P. Bowring: *The euro-zone looks east*. „International Herald Tribune” z 27 listopada 2004 r.

¹² Zob. np. W. Münchau: *Europe's history of inflation make Rate cut unlikely*. „Financial Times” z 3 stycznia 2005 r.

¹³ Szerzej na ten temat zob. L. Oreziak: *Euro – nowy pieniądz*. Warszawa 2003. Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 111-115.

Tabela 1 *Stany Zjednoczone, strefa euro i Japonia w gospodarce światowej*

	Ludność ^a (w mln)	Udział w światowym PKB ^b (w %)	Udział w światowym handlu ^c (w %)	Stopień otwarcia gospodarki ^d (w %)
Stany Zjednoczone	290	21	17,4	8,8
Strefa euro	308	16	18,2	14,6
Japonia	127	7	6,7	9,0

^a 2003 r. (szacunki);

^b według parytetu siły nabywczej, 2003 r.;

^c suma eksportu i importu podzielona przez 2, odniesiona do handlu światowego ogółem, z wyłączeniem handlu wewnątrz strefy euro, 2002 r.;

^d wyliczony jako suma eksportu i importu podzielona przez 2, iloraz odniesiony do nominalnego PKB w 2002 r.

Źródło: zestawienie własne na podstawie: EMU after 5 years, European Commission, „European Economy Special Report” nr 1/2004, 15 lipca 2004, s. 126.

ty krajowej. Do utrzymania tego kursu na określonym poziomie konieczne są bowiem często interwencje walutowe. Na ogół funkcję waluty referencyjnej pełni waluta głównego partnera handlowego lub waluta, w której realizowana jest większość obrotów handlu zagranicznego. Reasumując, można powiedzieć, że międzynarodowe wykorzystanie waluty danego kraju (obszaru) jest w dużej mierze następstwem jej zastosowania w handlu międzynarodowym. Wprawdzie transakcje finansowe realizowane codziennie w obrocie międzynarodowym są znacznie większe niż transakcje handlowe, ale są z nimi mniej lub bardziej związane.

Podstawą dominującej pozycji dolara amerykańskiego i euro w międzynarodowym systemie walutowym jest znaczenie emitujących te waluty gospodarek w gospodarce światowej i światowym handlu. Rola trzeciej potęgi gospodarczej, czyli Japonii, jest wyraźnie mniejsza niż tych dwóch (zob. tabela 1).

Udział Stanów Zjednoczonych w światowym PKB, wynoszący 21% w 2003 r., jest niewiele mniejszy niż udział strefy euro (16% w 2003 r.). Poważne szanse na rozwój międzynarodowego zastosowania euro stwarza fakt, że strefa emitująca tę walutę jest najważniejszym uczestnikiem handlu międzynarodowego. Jej udział w tym handlu, wynoszący 18,2% w 2002 r., przewyższa bowiem udział Stanów Zjednoczonych (17,4%). Zważywszy na fakt, że handel strefy euro z krajami trzecimi zamyka się nadwyżką (w 2002 r. eksport ze strefy wyniósł 1.083,6 mld EUR, import 984,4 mld EUR; w 2002 r. odpowiednio 1.056,8 mld EUR i 986,2 mld EUR¹⁴), strefa ta jest największym eksporterem na świecie. Znacznie wyższy niż w przypadku Stanów Zjednoczonych stopień otwarcia jej gospodarki również tworzy warunki niezbędne do rozwoju wykorzystania euro w handlu międzynarodowym, a w konsekwencji także na międzynarodowym rynku finansowym.

Porównując uwarunkowania instytucjonalne i prawne, mające stanowić gwarancję niskiej inflacji w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, niezbędną do utrzymania zaufania uczestników rynku międzynaro-

dowego, można powiedzieć, że w obu przypadkach można uznać je za zadowalające. W obu gospodarkach występują banki centralne, charakteryzujące się wysoką niezależnością w systemie władzy. Mają one wszelkie możliwości prawne i realne prowadzenia skutecznej antyinflacyjnej polityki pieniężnej.

Trzeci istotny warunek pełnienia przez walutę głównej roli w międzynarodowym systemie walutowym – istnienie dobrze funkcjonującego, rozwiniętego rynku finansowego – jest lepiej spełniony w przypadku Stanów Zjednoczonych niż strefy euro, gdyż jednolity rynek finansowy w strefie jest mniejszy od rynku amerykańskiego¹⁵.

Waluty w handlu międzynarodowym

Pod względem zastosowania poszczególnych walut w handlu międzynarodowym od dawna walutą dominującą jest dolar amerykański. Był on dotychczas powszechnie stosowany zarówno jako waluta fakturowania w eksporcie, jak i waluta do realizacji płatności wynikających z obrotów handlowych. Wpływ na ten stan rzeczy miała nie tylko pozycja Stanów Zjednoczonych w gospodarce światowej, ale także występujące w handlu międzynarodowym zwyczaje dotyczące stosowania waluty tego kraju do fakturowania dostaw wielu surowców mineralnych, w tym ropy naftowej, a także niektórych produktów rolnych (np. kawa, bawełna). O ile nie jest możliwa jakaś istotna zmiana tych zwyczajów w krótkim okresie, o tyle dość prawdopodobne jest zmniejszenie na rzecz euro roli dolara jako waluty fakturowania oraz waluty transakcyjnej. Podstawą takiej zmiany może być rosnące zastosowanie euro do rozliczeń eksportowych i importowych krajów strefy euro z krajami trzecimi. Wskazują na to dane dotyczące lat 2001-2003 (zob. tabela 2).

¹⁴ „Monthly Bulletin” (European Central Bank) z grudnia 2004 r., s. 63.

¹⁵ Zob. szerzej: L. Oręziak: Kierunki zmian w funkcjonowaniu rynku finansowego Unii Europejskiej. „Bank i Kredyt” z lipca 2003 r.

Tabela 2 *Udział euro jako waluty fakturowania i (lub) waluty transakcyjnej w handlu towarami wybranych krajów strefy euro z krajami spoza strefy (w %)*

	Eksport		Import	
	2001	2003	2001	2003
Belgia	46,7	55,3	47,2	57,0
Francja	49,2	52,4	39,8	45,1
Niemcy	b.d.	63,0	b.d.	55,2
Grecja	23,5	47,3	29,3	39,6
Włochy	52,7	58,2	40,8	44,5
Luksemburg	b.d.	52,7	b.d.	41,7
Portugalia	43,5	54,6	53,6	60,2
Hiszpania	52,0	60,8	49,7	60,3

Źródło: zestawienie własne na podstawie: *Review of the international role of the euro*. European Central Bank, styczeń 2005 r., s. 34-35.

W stosunkowo krótkim czasie wyraźnie zwiększył się udział euro w handlu krajów członkowskich strefy z resztą świata. W efekcie pod koniec 2003 r. w tej walucie fakturowano i rozliczano ponad połowę eksportu z tych krajów. Podobnie duże znaczenie euro miało w dostawach towarów do krajów członkowskich z krajów trzecich. Ponieważ strefa euro jest głównym uczestnikiem handlu międzynarodowego, istnieją wszelkie podstawy ekonomiczne, by jej waluta była powszechnie stosowana jako waluta fakturowania, waluta transakcyjna, a w rezultacie także jako waluta inwestycyjna.

Jeśli chodzi o zastosowanie poszczególnych walut na międzynarodowym rynku **papierów dłużnych**, to pierwszoplanową rolę odgrywa tutaj euro. Według stanu na koniec września 2004 r., 44,6% znajdujących się w obrocie obligacji międzynarodowych było wyrażonych w tej walucie. Udział dolara wynosił 39,1%, funta brytyjskiego 7,2%, a jena japońskiego 4,0%¹⁶.

Według Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BRM), dziennie na rynku międzynarodowym przeprowadzane są transakcje dewizowe na łączną kwotę 1,9 bln USD. W zdecydowanej większości tych

transakcji (89%) wykorzystuje się dolara amerykańskiego, w 37% euro, a w 20% jena japońskiego¹⁷.

Zastosowanie walut w rezerwach oficjalnych

Zgodnie z danymi Międzynarodowego Funduszu Walutowego, dolar amerykański oraz euro to dwie najważniejsze waluty, w których banki centralne utrzymują rezerwy dewizowe, przy czym dolar jest walutą dominującą w tych rezerwach (zob. tabela 3). Od 1999 r. do końca 2003 r. jego udział w tych rezerwach nieznacznie się zmniejszył: z 61,0% do 59,4%.

Euro, od początku istnienia, jest drugą najważniejszą walutą, w której banki centralne utrzymują swoje rezerwy. Jej rola nieco zwiększyła się w badanym okresie: z 12,7% w 1999 r. do 18,3% na koniec 2003 r. Dane te wskazują, że euro dzieli jeszcze od dolara dość duży dystans, jeśli chodzi o zastosowanie jako waluty rezerwowej. Trzecią, pod względem znaczenia, walutą rezerwową jest jen japoński, ale jego rola w tej dziedzi-

¹⁶ Obliczenia własne na podstawie: „BIS Quarterly Review” (Bank for International Settlements) z grudnia 2004, s. A87.

¹⁷ M. R. Sesit, G. T. Sims, A. Morse: *Dollar, Losing Luster, Keeps Premier Status*. „The Wall Street Journal Europe” z 9 grudnia 2004; ze względu na zastosowanie w danej transakcji więcej niż jednej waluty, suma udziałów poszczególnych walut jest większa niż 100%.

Tabela 3 *Struktura walutowa rezerw dewizowych banków centralnych - udział poszczególnych walut w ogólnej wartości rezerw walutowych, stan na koniec roku (w %)*

	1999	2001	2003
Dolar amerykański	61,0	62,8	59,4
Euro	12,7	15,7	18,3
Jen japoński	5,1	5,2	4,4
Funt brytyjski	3,4	3,7	4,1
Frank szwajcarski	0,4	0,5	0,3
Inne	17,4	12,1	13,5
Ogółem: w mln SDR	1,297,794	1,627,900	2,027,980
w %	100,0	100,0	100,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *Annual Report 2004. International Monetary Fund, Washington D.C 2004, s.104.*

nie jest z kolei dużo mniejsza niż euro. Inne waluty poza tą „wielką trójką” nie odgrywają większej roli w rezerwach banków centralnych.

Podstawowym czynnikiem decydującym o strukturze walutowej oficjalnych rezerw dewizowych jest struktura walutowa płatności realizowanych w obrocie z zagranicą, w tym zwłaszcza płatności z tytułu importu. W przypadku niektórych krajów konieczność posiadania przez banki centralne relatywnie dużych rezerw w dolarach wynika także z faktu powiązania waluty krajowej z inną walutą, najczęściej walutą głównego partnera handlowego.

Spośród niemal 150 krajów, które stosują system kursu walutowego, charakteryzujący się mniejszym lub większym zakresem dopuszczalnych wahań kursów rynkowych, 40 krajów używa **euro** jako waluty referencyjnej w ramach tych systemów. Euro albo występuje tu w roli odrębnej waluty referencyjnej, albo wchodzi w skład koszyka walutowego, wobec którego stabilizowana jest waluta danego kraju¹⁸.

Dolar amerykański jest walutą referencyjną również dla walut wielu krajów, w tym także dla walut krajów będących ważnymi partnerami Stanów Zjednoczonych. Chodzi tu w szczególności o Chiny, które ustanowiły kilka lat temu system kursowy zakładający stały kurs chińskiego juana wobec dolara amerykańskiego. W 2004 r. kurs ten wykazywał tak niewielkie wahania, że można powiedzieć, że nie miały one żadnego znaczenia praktycznego. Kurs ten utrzymywał się bowiem przez cały czas na poziomie 8,2766 – 8,2771 juanów za dolara. Podtrzymanie kursu wymagało dotychczas podejmowania przez chiński bank centralny masowych interwencji na rynku walutowym. Było to możliwe dzięki wysokiemu poziomowi rezerw dewizowych, które w ostatnim czasie stosunkowo szybko się zwiększały (np. w ciągu pierwszych 9 miesięcy 2004 r. wzrosły z 415,7 mld USD do 514,5 mld USD¹⁹). Realizowana konsekwentnie przez Chiny polityka ścisłego powiązania juana z dolarem ma na celu zapewnienie ekspansji eksportu tego kraju. Odejście od stabilizowania kursu, przy istniejącej nadwyżce handlowej, z pewnością skutkowałoby silną aprecjacją juana i ograniczeniem konkurencyjności chińskich towarów na rynkach międzynarodowych.

Spośród walut azjatyckich z dolarem amerykańskim formalnie powiązane są też waluty Malezji oraz Hongkongu. Waluty takich krajów jak Korea Południowa czy Tajwan mają wprowadzić kursy płynne, ale ich banki centralne dotychczas starały się, głównie poprzez interwencje na rynku walutowym, utrzymywać te kursy na niskim poziomie, by zapewnić pożądaną konkurencyjność swego eksportu.

Większość głównych krajów uprzemysłowionych stosuje kursy płynne swych walut, co oznacza, że ich władze monetarne stosunkowo rzadko interweniują na rynku walutowym. Wyjątkiem jest tu Japonia. Bank centralny tego kraju, realizując rządową politykę proeksportową, wielokrotnie w swej historii wykazywał się dużą aktywnością w celu powstrzymania aprecjacji jena, głównie wobec dolara amerykańskiego. Interwencje realizowane w 2003 r. oraz 2004 r. były szczególnie częste i sprowadzały się przede wszystkim do skupu dolarów, a w znacznie mniejszym stopniu euro.

Dominująca pozycja dolara jako waluty międzynarodowej dawała dotychczas Stanom Zjednoczonym różnorodne korzyści polityczne i gospodarcze. Fakt, że znaczna część handlu międzynarodowego jest fakturowana i regulowana w dolarach amerykańskich, stwarza firmom ze Stanów Zjednoczonych większe możliwości ograniczenia ryzyka kursowego.

Zgodnie z oceną Systemu Rezerwy Federalnej, dwie trzecie z ogólnej kwoty 700 mld USD banknotów dolarowych będących w obiegu znajduje się za granicą Stanów Zjednoczonych. Stanowią one nieoprocenowany kredyt dla amerykańskiego rządu w takim stopniu, w jakim nie są wykorzystywane na zakup towarów i usług w tym kraju²⁰.

Czynniki decydujące o przyszłości dolara

Na rzecz międzynarodowego zastosowania dolara amerykańskiego przemawia fakt, że jest on walutą emitowaną przez kraj o dużej gospodarce, charakteryzujący się przejrzystym systemem kształtowania polityki gospodarczej oraz demokratycznym systemem władzy. Jednocześnie jednak w ostatnich latach wystąpiło wiele problemów gospodarczych tego kraju, które znajdują odbicie w dużym i ciągle rosnącym deficycie bilansu obrotów bieżących, wskazującym na poważne uzależnienie gospodarki amerykańskiej od woli i chęci finansowania tego deficytu przez inne kraje. Oznacza to, że na przyszłą sytuację dolara w dużej mierze będzie miało wpływ podejście banków centralnych z całego świata, w tym z krajów Azji, do rezerw dolarowych.

Uczestników międzynarodowych rynków finansowych coraz bardziej nurtuje pytanie, czy i kiedy kraje Azji, tworzące swego rodzaju „blok dolarowy”, zdecydują się na wyraźne zmniejszenie roli dolara w swych rezerwach. Poprzez faktyczne powiązanie swych walut z dolarem kraje te są silnie uzależnione od kształtowania się kursu waluty amerykańskiej wobec innych walut międzynarodowych. Mało prawdopodobne jest, by w krótkim czasie zdecydowały się na znaczne zwiększenie roli euro w swych rezerwach kosztem dolara. Zbyt gwałtowne odchodzenie od dolara przez wszystkie

¹⁸ Zob. szerzej: *Review of the international role of the euro*. European Central Bank, styczeń 2005 r., s. 51-152.

¹⁹ <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2004S6.htm>

²⁰ M.R. Sesit, G.T. Sims, A. Morse, op.cit.

kraje należące do tego bloku spowodowałyby bowiem poważne straty, jeśli chodzi o wartość posiadanych rezerw, oraz destabilizowałyby ich systemy kursowe.

Trudno jednak oczekiwać, że kraje mające duże rezerwy dolarowe będą beczynninie przyglądać się ewentualnemu dalszemu spadkowi kursu tej waluty. Problem ten jest szczególnie istotny w przypadku takich krajów, jak Korea Południowa i Tajlandia, gdzie rezerwy dewizowe stanowią ponad jedną czwartą PKB, czy Indie, gdzie rezerwy te stanowią równowartość 18% PKB. Ochrona wartości tych rezerw będzie tym bardziej pilna i znacząca, im większa byłaby deprecjacja dolara i im więcej rezerw dolarowych zostałyby zakumulowanych²¹.

Problemy innych banków centralnych z dostosowaniem struktury walutowej rezerw dewizowych w taki sposób, by zmniejszyć w nich znaczenie aktywów dolarowych, są zbliżone do tych, które występują w przypadku wskazanych wyżej krajów Azji z „bloku dolarowego”. W nieco lepszej sytuacji są te kraje, które nie powiązały formalnie czy faktycznie swych walut z dolarem. Restrukturyzacja rezerw nie powinna więc skutkować destabilizacją ich systemu kursowego. Wyżbywanie się dolarów w celu zastąpienia ich w rezerwach przez euro i inne waluty ma natomiast skutek w postaci dalszego osłabienia dolara. W efekcie takie działania, realizowane na większą skalę przez banki centralne, mogłyby więc tylko dodatkowo destabilizować sytuację na międzynarodowym rynku walutowym.

W grudniu 2004 r. bank centralny Rosji poinformował o swym zamiarze zredukowania udziału dolara amerykańskiego w swych rezerwach dewizowych, wynoszących łącznie 117 mld USD. Z kolei Bank Japonii, mający rezerwy dewizowe ogółem w wysokości 840 mld USD, z tego rezerwy na łączną kwotę 720 mld USD zainwestowane w obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, nie zamierza na razie zmniejszać udziału dolara w tych rezerwach. Z wypowiedzi przedstawicieli ministra finansów Japonii także wynika, że kraj ten nie będzie podejmował pospiesznych decyzji w sprawie restrukturyzacji walutowej swych rezerw dewizowych²².

Mało prawdopodobna jest również bardziej znacząca restrukturyzacja walutowa rezerw dewizowych Chin. Wprawdzie co najmniej dwie trzecie z nich ulokowano w papiery skarbowe Stanów Zjednoczonych oraz inne aktywa dolarowe, ale bank centralny tego kraju, podobnie jak banki centralne wielu innych krajów, charakteryzuje się dużym konserwatyzmem. Artur B. Laffer wskazuje też na dodatkowy czynnik, można powiedzieć o charakterze systemowym, który skłania bank centralny Chin do utrzymywania w dolarach większości rezerw dewizowych. Otóż w jego opinii,

władze tego kraju doceniły zalety amerykańskiego modelu gospodarczego i od 1979 r. istotnie zredukowały rolę państwa w gospodarce. Ponadto, w Chinach uznano, według Laffera, że „Stany Zjednoczone mają najlepszą w świecie politykę pieniężną. Wiążąc swą walutę, juana, z amerykańskim dolarem, Chiny w istocie sprowadziły Alana Greenspana do siebie”. Autor ten uznaje więc, że utrzymanie wartości juana wyrażonej w dolarach wymaga od Chin posiadania rezerw płynnych aktywów dolarowych na łączną kwotę ponad 500 mld USD. Dodaje on przy tym, że Chiny nie utrzymują tych rezerw dolarowych, by wyświadczyć Stanom Zjednoczonym przysługę, ale dla własnego dobra. Zdaniem Laffera, „wystarczy tylko spojrzeć na katastrofę finansową, jaka nastąpiła, gdy Argentyna zerwała powiązanie peso z dolarem, żeby zrozumieć, dlaczego Chiny nie zerwą powiązania swej waluty z dolarem”²³. Wypowiedź ta, wskazująca wprawdzie na „amerykanocentryzm” autora i związaną z tym zbyt pochlebną ocenę zarówno amerykańskiej gospodarki, jak i polityki pieniężnej, na przykładzie Chin wyjaśnia w znacznej mierze przyczynę dużego udziału dolara w rezerwach dewizowych niektórych krajów. Dla uzupełnienia obrazu należałoby tylko dodać, na co wskazywano już wyżej, że kursy walutowe, podtrzymywane za pomocą tych rezerw, stanowią podstawowy element ich strategii eksportowej, a w efekcie i rozwojowej.

W dającej się przewidzieć perspektywie nie należy więc liczyć na jakieś istotne zmniejszenie udziału aktywów dolarowych w chińskich rezerwach dewizowych ogółem, nawet gdyby w pewnym momencie nastąpiło odejście od dolara jako podstawy stabilizowania na rzecz jakiegoś koszyka walutowego. Można natomiast oczekiwać powolnej, ale systematycznej dywersyfikacji portfela lokat przez tę instytucję w kierunku zwiększenia w nim roli euro.

Warto tu zauważyć, że jeśli rezerwy banków centralnych przewyższają poziom uznawany przez nie za pożądany, to starają się lokować ich nadmiar na rynku w celu osiągnięcia lepszej rentowności niż ta, jaką można osiągnąć z lokat w papiery skarbowe o wysokiej jakości. Zważywszy na relatywnie niskie oprocentowanie dolara, niektóre banki centralne wyraziły większe zainteresowanie obligacjami nominowanymi w euro.

Wskazuje się, że jeśli nawet duża liczba banków centralnych rozpoczęła dywersyfikację walutową rezerw, by zmniejszyć w nich rolę dolara, to i tak w dającej się przewidzieć perspektywie w walucie tej będzie wyrażona większość aktywów utrzymywanych w tych rezerwach. Wynika to m.in. z następujących czynników²⁴:

²¹ Por. *Look further east*. „Financial Times” z 8 grudnia 2004 r.

²² Por. M.R. Sesit, G.T. Sims, A. Morse: *Dollar, Losing Luster, Keeps Premier Status*. „The Wall Street Journal Europe” z 9 grudnia 2004 r.

²³ Por. A.B. Laffer: *Destination U.S.A.* „The Wall Street Journal Europe” z 3 stycznia 2005 r.

²⁴ Por. M.R. Sesit, G.T. Sims, A. Morse: op.cit.

- duża liczba firm działających na skalę światową ma swoje siedziby w Stanach Zjednoczonych,
- amerykańskie banki mają silną pozycję w globalnym systemie finansowym,
- amerykański rynek finansowy przyciąga inwestorów z całego świata.

Wynika to ponadto ze wskazanej już inercji w postępowaniu uczestników rynku międzynarodowego, która wpływa na powolne tempo zmian w międzynarodowym systemie walutowym.

Warto zauważyć, że w przeszłości wzrost cen ropy naftowej istotnie przyczyniał się do wzrostu na rynku międzynarodowym depozytów dolarowych posiadanych przez eksporterów tego surowca, głównie z krajów OPEC. Zgodnie z opinią Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, zjawisko takie już jednak nie występuje, gdyż zwiększeniu się wpływów z eksportu ropy nie towarzyszy już odpowiedni wzrost netto depozytów dolarowych za granicą. Ponadto struktura walutowa tych depozytów charakteryzowała się rosnącym udziałem euro, a także funta brytyjskiego, franka szwajcarskiego oraz innych walut²⁵.

Na niekorzyść dolara przemawia również występujące ciągle napięcie polityczne na Bliskim Wschodzie. Wielu inwestorów z tego regionu preferuje utrzymywanie swych aktywów finansowych tam, gdzie nie sięga jurysdykcja Stanów Zjednoczonych i gdzie nie będą mogły być zajęte przez administrację amerykańską.

Rosnąca euro

Ustanowieniu euro w 1999 r. towarzyszyła nadzieja, że będzie to waluta solidna i stabilna, ciesząca się zaufaniem uczestników rynku i sprzyjająca rozwojowi handlu między krajami Unii. Po sześciu latach istnienia nowego pieniądza okazało się, że spełnił on te oczekiwania.

Przedstawiciele kierownictwa EBC wielokrotnie wskazywali, że bank centralny strefy euro nie zamierza promować międzynarodowego wykorzystania emitowanej przez siebie waluty. W wypowiedziach tych podkreślano, że internacjonalizacja euro powinna być procesem o charakterze rynkowym.

W dyskusji na temat korzyści mogących wyniknąć z możliwego zwiększenia międzynarodowej roli euro, czyli wykorzystania tej waluty poza granicami strefy euro, wskazuje się, że możliwa do osiągnięcia premia z tego tytułu (tzw. *seigniorage*), tj. korzyści emitenta z emisji banknotów, jest stosunkowo niewielka. Banknoty stanowią tylko około 6,5% szeroko definiowanej podaży pieniądza w strefie euro, natomiast nierezydenci mieli dotychczas niewiele ponad pół procenta ogólnej liczby banknotów euro znajdujących się w obie-

gu²⁶. Warto jednak zauważyć, że korzyści z emitowania powszechnie używanej waluty międzynarodowej, jak to widać na przykładzie Stanów Zjednoczonych, to przede wszystkim możliwość ograniczenia ryzyka kursowego przez podmioty z kraju emitującego tę walutę i przerwania go na kontrahentów z innych krajów.

Jak wskazano wcześniej, fundamentem pełnienia przez euro funkcji jednej z głównych walut międzynarodowych jest fakt, że strefa euro to największy w świecie eksporter, a jej udział w światowej produkcji niewiele odbiega od udziału Stanów Zjednoczonych. Spełniony jest też warunek dotyczący możliwości swobodnego obrotu tą walutą, gdyż praktycznie nie ma żadnych ograniczeń w międzynarodowej sprzedaży i zakupie euro. Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską (art. 56) gwarantuje swobodny przepływ kapitału oraz swobodę płatności zarówno między krajami członkowskimi strefy, jak i między nimi a krajami trzecimi. Warto zauważyć, że utrzymaniu wysokiej międzynarodowej pozycji euro sprzyjają traktatowe gwarancje zapewniające niezależność ESBC w systemie władzy w ramach strefy euro. Bank centralny strefy euro ma więc wszelkie możliwości, by skutecznie realizować politykę pieniężną nastawioną na stabilność cen. Stabilność ta traktowana jest jako niezbędny warunek trwałego wzrostu gospodarczego, inwestycji oraz tworzenia nowych miejsc pracy. Pozwala ona stabilizować oczekiwania uczestników rynku, ogranicza koszty finansowania i sprzyja efektywnej alokacji zasobów.

Zapewnieniu wysokiej pozycji euro służą też starania Europejskiego Banku Centralnego, nastawione na utrzymanie wysokiej przejrzystości działalności tej instytucji, zwłaszcza kształtowania jednolitej polityki pieniężnej. Prezes EBC, Jean-Claude Trichet, wielokrotnie wskazywał, że instytucja ta jest najbardziej przejrzystym bankiem centralnym na świecie. Jest to możliwe także dzięki temu, że comiesięczna konferencja prasowa jest organizowana zaraz po zakończeniu posiedzenia Rady Zarządzającej, na którym podejmowane były decyzje w sprawie wysokości stóp procentowych. W opinii prezesa EBC, takie rozwiązanie jest lepsze niż publikowanie po kilku tygodniach protokołu z takiego posiedzenia, tak jak w przypadku amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej czy Banku Anglii. Zaletą rozwiązania stosowanego przez EBC jest to, że uczestnicy rynku otrzymują bez żadnego opóźnienia wyjaśnienia w sprawie decyzji dotyczących stóp procentowych. Istotne jest również to, że EBC ma wyraźnie określony cel polityki pieniężnej, co nie występuje w przypadku amerykańskiego banku centralnego²⁷.

Krytycy działań EBC czasami zarzucają jednak tej instytucji, że w odróżnieniu od banku centralnego Sta-

²⁶ Por. C. Dougherty: *A growing global role for the euro*. „International Herald Tribune” (London) z 4 grudnia 2004 r.

²⁷ Por. T. Sims: *ECB Increases Its Transparency With First Release of Decisions*. „The Wall Street Journal Europe” z 20 grudnia 2004 r.

²⁵ Por. „BIS Quarterly Review” z września 2004 r., s. 20.

nów Zjednoczonych oraz banków centralnych w niektórych innych krajach, nie publikuje protokołów z posiedzeń Rady Zarządzającej, w tym także wyników głosowania członków tego gremium w sprawie stóp procentowych. Do tej pory kierownictwo EBC zdecydowanie sprzeciwiało się publikowaniu tych wyników, obawiając się, że niektórzy członkowie Rady mogliby się znaleźć pod presją opinii publicznej w krajach, z których pochodzą. Tymczasem, zgodnie z traktatem i statutem ESBC, członkowie Rady powinni działać w interesie strefy euro jako całości, a nie kierować się interesami poszczególnych krajów członkowskich. Można więc powiedzieć, że niepublikowanie protokołów z posiedzeń Rady jest rozwiązaniem słusznym, odzwierciedlającym specyficzny, wielonarodowy charakter tego gremium, decydującego o polityce pieniężnej strefy euro. Warto podkreślić, że w ostatnim czasie EBC zdecydował się publikować cztery razy w roku, zamiast dwa razy, swe przewidywania dotyczące inflacji oraz wzrostu gospodarczego w strefie euro. Ponadto bank podjął publikację rocznego przeglądu na temat stabilności finansowej.

Analizując możliwości rozwoju międzynarodowego zastosowania euro, należy też wskazać, że obecnie realizowanych jest wiele działań instytucjonalnych i prawnych, mających służyć ograniczeniu lub zniesieniu istniejących jeszcze barier funkcjonowania jednolitego rynku finansowego w ramach Unii Europejskiej²⁸. Ich pomyślna realizacja stwarza szansę na to, że rynek ten w obrębie strefy euro będzie stwarzał lepsze niż dotychczas możliwości lokowania oraz pozyskiwania na nim środków finansowych dla podmiotów z całego świata. Jakkolwiek rynek ten jest mniejszy od rynku finansowego Stanów Zjednoczonych, ale charakteryzuje się dużą dynamiką rozwoju i tworzy coraz lepsze warunki do wykorzystania euro przez uczestników międzynarodowego handlu i finansów.

Rozwojowi jednolitego rynku finansowego w ramach Unii Europejskiej, a szerzej całej jej gospodarki, w tym gospodarki strefy euro, ma też służyć realizacja Strategii Lizbońskiej. Osiągnięcie bardzo ambitnego celu, wyznaczonego w ramach strategii, jakim jest zdobycie przez Unię do 2010 r. pozycji głównej gospodarki w świecie, jest dziś dość powszechnie kwestionowane. Podjęcie tej strategii uruchomiło jednak wiele ważnych procesów w krajach członkowskich, nakierowanych na zwiększenie konkurencyjności ich gospodarek²⁹.

Mocną podstawą rozwoju zastosowania euro jako waluty międzynarodowej jest dobra sytuacja w bilansie obrotów bieżących strefy euro. W odróżnieniu od Stanów Zjednoczonych strefa od wielu lat ma nadwyżkę

w tym bilansie (wynoszącą 0,5% PKB w 2004 r. i szacowaną na takim poziomie na 2005 r.³⁰).

Na ogólny obraz strefy euro w świecie, a w efekcie także emitowanej przez nią waluty z pewnością będzie mieć wpływ funkcjonowanie w praktyce rozwiązań instytucjonalnych i prawnych ustanowionych w celu koordynacji polityki budżetowej krajów członkowskich. W odróżnieniu od polityki pieniężnej, polityka budżetowa w strefie euro nie została scentralizowana. Każdy kraj członkowski kształtuje ją samodzielnie. Polityka ta musi być jednak koordynowana zgodnie z zasadami określonymi w traktacie oraz Pakcie Stabilności i Wzrostu. Stosowanie się do tych zasad powinno ograniczać ryzyko powstawania nadmiernych deficytów budżetowych, czyli przekraczających 3% PKB. W praktyce okazało się, że mimo istnienia tych zasad niektóre kraje członkowskie (głównie Niemcy i Francja) nie były dotychczas w stanie uporać się z nadmiernym deficytem w swym budżecie³¹. Uczestnicy rynku oczekują, że ewentualne zmiany regulacji zawartych w Pakcie Stabilności i Wzrostu³² nie zmniejszą ich skuteczności w dyscyplinowaniu polityki budżetowej krajów członkowskich, a w efekcie nie podważą wiarygodności polityki gospodarczej stosowanej w strefie euro.

Podsumowując, można powiedzieć, że przyszła rola euro jako waluty międzynarodowej będzie uzależniona od sytuacji ekonomicznej zarówno w samej strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych. Nie bez znaczenia będzie też podejście do dolara tych krajach, których banki centralne dotychczas nagromadziły największe rezerwy w tej walucie. To z kolei ściśle wiąże się z perspektywami współpracy walutowej między głównymi podmiotami gospodarki światowej.

Możliwości współpracy międzynarodowej w dziedzinie kursów walutowych

Władze krajów strefy euro oraz instytucji UE niejednokrotnie dawały wyraz swemu niezadowoleniu w powodu braku zainteresowania Stanów Zjednoczonych podjęciem współpracy z innymi krajami rozwiniętymi w celu zatrzymania deprecjacji dolara. W wypowiedziach tych podkreślano szczególnie ciężar, jaki spada na gospodarkę strefy euro z tego powodu. W tym kontekście często ostatnio przywołuje się opinię, którą w 1971 r. w stosunku do reszty świata skierował były amerykański sekretarz Skarbu John Connally. Stwierdził on, że „dolar jest naszą walutą, ale waszym problemem”. Biorąc pod uwagę to, że Stany Zjednoczone

³⁰ Por. *Economic and financial indicators*. „The Economist” z 8 stycznia 2005 r., s. 89.

³¹ Zob. szerzej: L. Oręziak: *Doświadczenia krajów strefy euro w zwalczaniu deficytów budżetowych*. „Bank i Kredyt” nr 8/2004.

³² Szerzej na temat Paktu Stabilności i Wzrostu zob. L. Oręziak: *Finanse Unii Europejskiej*. Warszawa 2004 Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 60-66.

²⁸ Zob. szerzej np. Ch. Randzio-Plath: *Europe Prepares fore a Single Financial Marke*. „Intereconomics” (Hamburg) z maja/czerwca 2004 r.

²⁹ Zob. szerzej: P. Chapman: *Duch predict delay on target to be the world's top economy*. „European Voice” (Brussels) z 30 września 2004 r.

w dalszym ciągu w swej polityce kursowej kierują się priorytetami wewnętrznymi, a nie szerszymi interesami gospodarki światowej, wypowiedź ta praktycznie nie straciła nic na aktualności.

Podstawowy zarzut stawiany przez Europę wobec amerykańskiej polityki pieniężnej i budżetowej brzmi, że jest ona zbyt luźna, przyczynia się do niedostatecznych oszczędności i w efekcie do nadmiernego deficytu bilansu obrotów bieżących. Strona europejska wielokrotnie wyrażała obawy, że sama deprecjacja dolara nie wystarczy do zadowalającej poprawy sytuacji w tym bilansie. Z kolei zarzuty kierowane przez Stany Zjednoczone wobec władz monetarnych tego obszaru dotyczyły dotychczas zbyt powolnego obniżania stóp procentowych przez EBC i w efekcie niedostatecznego wspierania ożywienia w gospodarce światowej

Nie można też zapominać o tym, że cele pozostałych głównych uczestników gospodarki światowej, a mianowicie strefy euro, Japonii oraz innych krajów azjatyckich, głównie Chin, pozostają rozbieżne. Te ostatnie, forsując swój eksport, starały się dotychczas utrzymywać kursy swych walut na niskim poziomie, podejmując w tym celu masowe interwencje na rynku walutowym. Tworzyło to dodatkową presję na aprecjację euro i gospodarkę obszaru emitującego tę walutę. Gdyby waluty tych krajów bardziej były poddane działaniu sił rynkowych, ciężar procesu dostosowawczego, wynikającego z deprecjacji dolara, byłby bardziej równomiernie rozłożony na głównych uczestników handlu międzynarodowego. Dość powszechne jest przekonanie, że dopóki Chiny będą starały się zapewnić wysoką konkurencyjność swym towarom oraz nie przezwyciężą w pełni skutków kryzysu bankowego, dopóty nie zdecydują się na odejście od obecnego systemu kursowego. Gdyby nawet nastąpiło rozszerzenie dozwolonego przedziału wahań kursu juana wobec dolara lub kurs juana był stabilizowany w stosunku do koszyka walut, to i tak nie należy na razie liczyć na bardziej znaczącą aprecjację waluty chińskiej. Z kolei dopóki waluta ta będzie faktycznie powiązana z dolarem, dopóki polityka kursowa innych krajów regionu Azji też będzie nastawiona na ograniczanie aprecjacji walut krajowych. Należy również dodać, że jeśli banki centralne Japonii, Chin i innych krajów Azji tak jak dotychczas będą kupować znaczną część papierów skarbowych emitowanych przez Stany Zjednoczone, to w zasadzie ten kraj dalej nie będzie musiał w zasadzie liczyć się ze wzrostem kosztów finansowania swego deficytu budżetowego.

Ewentualny wzrost stóp procentowych spowoduje zwiększenie kosztów finansowania zadłużenia zagranicznego Stanów Zjednoczonych. Z dostępnych szacunków wynika, że jeśli w przyszłości relacja deficytu bilansu obrotów bieżących do PKB pozostałaby na niezmiennym poziomie, a średni poziom stóp procentowych wynosiłby 5%, to do 2020 r. wydatki netto na ob-

sługę długu zagranicznego Stanów Zjednoczonych osiągną poziom 4% PKB rocznie. Stanowiłoby to poważne obciążenie dla gospodarki tego kraju i nie pozostałoby bez wpływu na poziom życia Amerykanów³³.

Dwa możliwe sposoby obniżenia deficytu bilansu obrotów bieżących to zmniejszenie konsumpcji amerykańskich gospodarstw domowych oraz osłabienie dolara. Zważywszy na to, że konsumpcja stanowi siłę napędową gospodarki amerykańskiej, dokonany w praktyce wybór to deprecjacja waluty krajowej wobec innych walut. Jednym z ważnych czynników obrania takiego kierunku polityki kursowej w 2004 r. była kampania przed listopadowymi wyborami prezydenckimi i dostosowanie do niej priorytetów w polityce gospodarczej. Słabnący dolar, poprzez napędzanie eksportu, stał się tu korzystnym czynnikiem pobudzania aktywności gospodarczej i tworzenia nowych miejsc pracy. Warto podkreślić, że wprawdzie polityka kursowa w Stanach Zjednoczonych leży w kompetencji Departamentu Skarbu, jednak także przedstawiciele kierownictwa banku centralnego tego kraju wielokrotnie wypowiadali się za osłabieniem dolara jako głównym rozwiązaniem mającym służyć ograniczeniu deficytu bilansu obrotów bieżących³⁴.

Siłą rzeczy drugi rodzaj działań, powszechnie uważanych za niezbędne do poprawy sytuacji w bilansie obrotów bieżących, obejmujących zwiększenie oszczędności krajowych w Stanach Zjednoczonych, spotykał się dotychczas z wyraźnie mniejszą aprobatą władz tego kraju niż deprecjonowanie dolara. Nadanie większej wagi działaniom na tym obszarze wywołałoby konieczność odpowiedniego ograniczenia deficytu budżetowego, co z pewnością było zadaniem trudnym do realizacji w roku wyborów prezydenckich. Także obecnie znaczące zmniejszenie tego deficytu jest trudne, zważywszy na obawy przed możliwym negatywnym wpływem na wzrost gospodarczy ewentualnych cięć wydatków lub zwiększenia podatków. Zredukowanie deficytu w budżecie Stanów Zjednoczonych zmniejszyłoby potrzeby pożyczkowe tego kraju, w tym także potrzebę pożyczania za granicą. Rząd amerykański zadeklarował wolę zmniejszenia tego deficytu w ciągu pięciu lat do poziomu 2,3% PKB, co oznaczałoby jego zredukowanie niemal o połowę³⁵.

Jeśli deficyt budżetowy nie zostanie odpowiednio zmniejszony, to Stany Zjednoczone mogą być zmuszone do zwiększenia oprocentowania emitowanych przez siebie papierów skarbowych. Muszą się liczyć z koniecznością zapewnienia wyższej rentowności różnych instrumentów finansowych, tak aby były wystarczająco atrakcyjne dla różnych grup inwestorów międzynaro-

³³ Por. *Further to fall*. op.cit.

³⁴ Zob. szerzej: I. Croizard: *Le déficit commercial américain provoque un revirement du dollar*. „La Tribune” (Paris) z 15 października 2004 r.

³⁵ Zob. szerzej: J. Bolten: *Budgeting for America*. „The Wall Street Journal Europe” z 24 listopada 2004 r.

dowych w sytuacji dalszego osłabienia dolara. Dalszy wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych może okazać się tym bardziej niezbędny, że postępująca deprecjacja waluty tego kraju w końcu może przyspieszyć inflację w amerykańskiej gospodarce.

Z analiz i symulacji przeprowadzonych przez Deutsche Bank wynika, że zmniejszenie deficytu w amerykańskim bilansie obrotów bieżących do poziomu 2,5% PKB wymagałoby spadku kursu do poziomu 1,98 dolara za euro do 2008 r., zakładając, że dolar osłabi się równomiernie do wszystkich walut, a inne czynniki pozostaną niezmiennione. Przyjęto tu, że cały proces dostosowawczy dokona się w rezultacie ewolucji kursu. Jak wskazano wyżej, deficyt w bilansie obrotów bieżących stanowi odbicie występującego w Stanach Zjednoczonych niedostatku oszczędności, zarówno ze strony gospodarstw domowych (stopa oszczędności osobistych wynosi zaledwie 1,3% dochodu), jak i rządu (deficyt budżetowy w 2004 r. szacowany na poziomie 520 mld USD, czyli około 4,5% PKB). Przy założeniu, że do 2008 r. deficyt budżetowy zostałby ograniczony do 1,5% PKB, wystarczyłby spadek kursu do poziomu 1,64 dolara za euro, by osiągnąć efekt w postaci zmniejszenia deficytu bilansu obrotów bieżących do poziomu 2,5% PKB. Gdyby jednak kraje azjatyckie kontynuowały swą politykę kursową, to do osiągnięcia tego celu potrzebna byłaby większa aprecjacja euro³⁶.

Realizacja tych założeń oznaczałaby, że niemal cały ciężar procesu dostosowawczego spadłby na kraje strefy euro. Dalsze umacnianie się euro zmniejszyłoby i tak już poważnie nadwężoną konkurencyjność towarów pochodzących z krajów strefy, co z pewnością miało wpływ na tempo ich wzrostu gospodarczego. Ciężar ten byłby bardziej równomiernie rozłożony pomiędzy główne światowe potęgi gospodarcze, gdyby współpraca między nimi rozwijała się harmijnie. Stany Zjednoczone musiałyby więc zacieśnić politykę pieniężną i budżetową, by zwiększyć oszczędności, ograniczyć wydatki wewnętrzne oraz import. Z kolei kraje azjatyckie powinny stworzyć swym walutom możliwości niezbędnej aprecjacji, a Międzynarodowy Fundusz Walutowy wręcz zachęca te kraje do zastosowania bardziej elastycznych mechanizmów kursowych³⁷. Na razie jednak brak sygnałów, by taka międzynarodowa solidarność mogła mieć miejsce w najbliższych latach. Odpowiednie zmniejszenie deficytu bilansu obrotów bieżących przez Stany Zjednoczone skutkowałoby zredukowaniem popytu ze strony tego kraju na towary pochodzące z innych krajów, w tym w szczególności od głównych partnerów, jakimi są Japonia, Chiny i Europa. To z kolei stawia przed nimi poważne wyzwania gospodarcze. Wszystko to daje obraz problemów, na ja-

kie napotyka międzynarodowa współpraca w dziedzinie kursów walutowych.

Ten stan rzeczy tłumaczy też, dlaczego kraje będące najważniejszymi uczestnikami gospodarki światowej w zasadzie nie podejmowały ostatnio wspólnych, skoordynowanych interwencji walutowych, by powstrzymać spadek kursu dolara. Czynnikiem zniechęcającym do tego rodzaju działań jest też przekonanie, że ich ostateczny efekt byłby ograniczony, gdyby nie zostały podjęte odpowiednie wysiłki ze strony Stanów Zjednoczonych. Chodzi tu nie tylko o udział tego kraju w interwencjach walutowych, ale także o jego działania w celu ograniczania fundamentalnych przyczyn deprecjacji tej waluty. Władze amerykańskie nie są w zasadzie zainteresowane podejmowaniem interwencji na rynku walutowym, a skuteczność działań na drugim obszarze, jak pokazano wyżej, zależy od wielu czynników zarówno o charakterze wewnętrznym, jak i zewnętrznym.

Większość inwestorów instytucjonalnych (fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne towarzystwa ubezpieczeniowe, banki), biorąc pod uwagę powyższe przeszkody w skutecznym międzynarodowym współdziałaniu na rzecz stabilizowania kursu dolara i antycypując jego dalszy spadek, podjęła różne działania zabezpieczające, by ograniczyć ryzyko z tym związane. Wielu inwestorów prywatnych, głównie osób indywidualnych, niekorzystających z wyrafinowanych sposobów ograniczania tego ryzyka, dość boleśnie odczuło straty, które powstały w efekcie lokowania funduszy w aktywa dolarowe (depozyty bankowe, papiery wartościowe). W szczególności dotyczy to inwestorów z tych krajów, gdzie dolar przez dziesięciolecia był postrzegany jako waluta wiarygodna i solidna, umożliwiająca ochronę realnej wartości oszczędności w sytuacji szybkiej utraty siły nabywczej przez pieniądz krajowy. Ewentualna dalsza deprecjacja dolara z pewnością przyczyni się do odwrócenia się od tej waluty przez wielu uczestników rynku i podważenia ich niezachwianej przez długie lata wiary w siłę pieniądza emitowanego przez Stany Zjednoczone.

Podsumowanie

W analizach obecnej sytuacji dolara często można spotkać odwołanie do odległych doświadczeń gospodarki światowej. Wskazuje się, że w 1913 r., w szczytowym okresie rozwoju swego imperium, Wielka Brytania była największym wierzycielem na świecie. Po upływie czterdziestu lat, podczas których miały miejsce dwie kosztowne wojny światowe i niewłaściwe zarządzanie gospodarką, kraj ten stał się dłużnikiem netto. W efekcie w latach 50. dwudziestego wieku dolar amerykański stał się ważniejszą walutą międzynarodową niż funt brytyjski. Warto zauważyć, że przesunięcie to nastąpi-

³⁶ Por. *Competitive sport in Boca Raton*. „The Economist” z 7 lutego 2004 r.

³⁷ Por. *Major players must tackle global imbalances or markets will do it for them*. „IMF Survey” z 29 listopada 2004 r.

ło relatywnie późno, biorąc pod uwagę to, że udział gospodarki Stanów Zjednoczonych w gospodarce światowej przewyższył udział gospodarki Wielkiej Brytanii już pod koniec dziewiętnastego wieku³⁸.

Historia pokazuje, że zmiany roli poszczególnych walut w międzynarodowym systemie walutowym postępują bardzo powoli. Główny wpływ na tempo tych zmian ma inercja w zachowaniu uczestników rynku. Trudno rezygnują oni ze swoich przyzwyczajeń oraz dobrze im znanych sposobów oceny sytuacji, pozyskiwania informacji i postępowania na rynku walutowym.

Status dolara jako dominującej waluty rezerwowej zapewniał Stanom Zjednoczonym w minionych dziesięcioleciach ogromne korzyści wynikające z możliwości płacenia za importowane towary i zaciągania na rynku międzynarodowym pożyczek we własnej walucie. Ten przywilej w istotnym stopniu przyczynił się jednak do dzisiejszej sytuacji w bilansie obrotów bieżących tego kraju.

Deprecjacja dolara występująca w ostatnich latach nie jest ewenementem w historii walutowej świata. Krótsze lub dłuższe okresy osłabienia waluty amerykańskiej występowały już wielokrotnie w przeszłości. Do czasu pojawienia się euro nie było jednak realnej al-

ternatywy dla dolara jako głównej waluty międzynarodowej. Wymagania związane z pełnieniem takiej funkcji przez euro – dotyczące wielkości gospodarki, niskiej inflacji i zaufania do wartości waluty oraz wielkości, otwartości i głębokości rynku finansowego – są zasadniczo spełnione. W odróżnieniu od Stanów Zjednoczonych, będących największym dłużnikiem na świecie, strefa euro jest wierzycielem netto. W efekcie może być postrzegana jako bardziej wiarygodny emitent waluty międzynarodowej niż kraju o dużym zadłużeniu. W stosunku do takiego kraju można zawsze żywić obawy, że może on zastosować deprecjację swej waluty, by zredukować ciężar swego zadłużenia wobec reszty świata.

W dającej się przewidzieć perspektywie trudno oczekiwać, że euro zdoła osiągnąć taką pozycję, jaką obecnie ma dolar. Bardziej prawdopodobne jest ukształtowanie się takiego międzynarodowego systemu walutowego, który nie będzie tak mocno oparty na jednej walucie, jak teraz. Różnica między pozycją dolara i euro może więc zostać ograniczona. Zmniejszą się więc istniejące dysproporcje w wykorzystaniu tych walut w poszczególnych funkcjach w handlu i finansach międzynarodowych. Można oczekiwać, że banki centralne powoli będą dywersyfikować swoje rezerwy, zmniejszając w nich udział dolara.

³⁸ Por. *The passing of the buck?* op.cit.