

EUROPEJSKA INTEGRACJA MONETARNA od A do Z



1

styczeń 2008

Leokadia Oreziak

Euro – pieniądz międzynarodowy

- Funkcje walut międzynarodowych
- Dolar amerykański jako główna waluta międzynarodowa
- Czynniki stanowiące podstawę międzynarodowej pozycji euro
- Zastosowanie euro w handlu międzynarodowym
- Zastosowanie euro w krajach trzecich
- Euro jako składnik rezerw dewizowych banków centralnych
- Perspektywy euro jako pieniądza międzynarodowego





prof. zw. dr hab. **LEOKADIA OREŹIAK**
Szkoła Główna Handlowa, Katedra Finansów Międzynarodowych
Wyższa Szkoła Handlu i Prawa

Euro – pieniądź międzynarodowy



1. WPROWADZENIE

Euro jest jednym z najważniejszych efektów procesu integracji gospodarczej zapoczątkowanej w Europie Zachodniej ponad pół wieku temu. Z dniem 1 stycznia 1999 r. waluta ta zastąpiła waluty jedenastu krajów Unii Europejskiej, które stały się pełnymi członkami Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Kraje te, rezygnując ze swych narodowych pieniędzy, ustanowiły obszar jednawalutowy – strefę euro (*eurozone, euro area*). W 2001 r. dołączyła do nich Grecja, w 2007 r. Słowenia, a od 2008 r. euro jest legalnym środkiem płatniczym także na Malcie i Cyprze. W strefie euro znajduje się więc obecnie piętnaście z dwudziestu siedmiu krajów członkowskich Unii. Proces rozszerzania się strefy euro na kolejne kraje Unii będzie postępował dalej w następnych latach. Większość nowych krajów Unii, które są na razie poza strefą, jest zainteresowana wejściem do niej tak szybko, jak to jest możliwe po spełnieniu wymaganych warunków.

Ustanowienie euro należy zaliczyć do najważniejszych zdarzeń, które nastąpiły dotychczas w gospodarce światowej i międzynarodowym systemie walutowym. Jest to praktycznie zdarzenie bezprecedensowe, zważywszy na ogrom całego przedsięwzięcia i potencjał gospodarczy zaangażowanych



w nie krajów. Euro od razu, od początku swego istnienia, stało się drugą po dolarze amerykańskim najważniejszą walutą międzynarodową.

Jak wskazują Bertuch-Samuels oraz Ramlogan (2007), obecne międzynarodowe znaczenie euro znacznie przewyższa nie tylko pozycję, jaką osiągnęły w przeszłości zastąpione przez nie waluty krajów Unii, ale także pozycję, jaką łącznie odgrywają obecnie dwie inne waluty, a mianowicie jen japoński oraz funt brytyjski.



2. FUNKCJE WALUT MIĘDZYNARODOWYCH

Waluty większości krajów świata pełnią funkcje pieniądza tylko na terytorium tych krajów. Waluty niektórych krajów, poza zastosowaniem wewnętrznym, wykorzystywane są także poza ich granicami. Znajdują zastosowanie w handlu i finansach międzynarodowych, gdzie są używane przez różne podmioty: przedsiębiorstwa, banki, osoby indywidualne, instytucje finansowe i inne podmioty (ta sfera zastosowania walut umownie jest określana jako prywatna), a także przez banki centralne i inne oficjalne instytucje (sfera oficjalna). Funkcje pełnione przez waluty w obrocie międzynarodowym można scharakteryzować, odwołując się do tradycyjnych funkcji pieniądza: miernika wartości, środka płatniczego, środka akumulacji (zob. tabela 1).

W łańcuchu obejmującym wszystkie etapy i obszary zastosowania waluty międzynarodowej punktem wyjścia jest użycie jej jako waluty fakturowania, czyli do wystawienia faktury. W handlu międzynarodowym fakturę wystawia podmiot, który sprzedaje towary czy usługi, czyli eksporter. Faktura może być wystawiona albo w walucie kraju eksportera, albo kraju importera, w walucie kraju trzeciego lub walucie typu koszyk walut (jeśli zezwalają na to przepisy dewizowe stron transakcji). Ustalenie waluty fakturowania jest jednym z elementów umowy między eksporterem a importerem. Interesy obu stron, jeśli chodzi o wybór waluty, w której będzie wystawiona faktura, na ogół są sprzeczne. Waluta, którą jedna strona uważa za dobrą dla siebie, najczęściej jest mniej korzystna dla drugiej strony ze względu na występujące i oczekiwane kształtowanie się kursu tej waluty. Im dłuższy okres upływa od dnia zawarcia kontraktu handlowego do dnia dokonania zapłaty, tym większa może być rozbieżność interesów eksportera i importera co do wa-

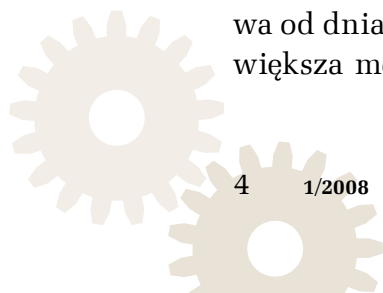




tabela 1  **Funkcje walut międzynarodowych**

| Funkcje pieniądza | Zastosowanie waluty w sferze prywatnej (poza krajem emisji) | Zastosowanie w sferze oficjalnej (poza krajem emisji) |
|--------------------------|--|--|
| Miernik wartości | Notowanie cen Fakturowanie | Podstawa określania kursów walutowych |
| Środek płatniczy | Waluta transakcyjna: 1) w handlu międzynarodowym 2) w wymianie walut | Waluta interwencyjna |
| Środek akumulacji | Waluta inwestycyjna | Waluta rezerwowa |

Źródło: Oręziak (2003, s. 111).

luty, która powinna być zastosowana do fakturowania. Jedna lub obie strony mogą jednak podjąć działania w celu zmniejszenia ryzyka kursowego, np. zawierając terminową transakcję walutową (choć w takim przypadku należy się liczyć z poniesieniem jakichś kosztów tej transakcji).

O tym, jaka waluta zostanie użyta do fakturowania, decyduje ta strona transakcji handlowej, która ma w niej silniejszą pozycję, gdyż np. oferuje towar po atrakcyjnej cenie lub trudno dostępny, unikalny, charakteryzujący się wysoką renomą na rynku, albo dysponuje innymi atutami. Praktyka pokazuje, że eksporterzy z krajów wysoko rozwiniętych są dość skuteczni w narzuceniu kontrahentowi swej waluty krajowej jako waluty fakturowania. Z ich punktu widzenia jest to rozwiązanie atrakcyjne, gdyż pozwala wyeliminować ryzyko poniesienia strat na skutek zmian kursu walutowego. Użytkują wpływy eksportowe w walucie, w której ewidencjonują swoje przychody i koszty działalności, i dzięki temu mogą stosunkowo łatwo zaplanować opłacalność transakcji handlowej. Decydując się na użycie waluty krajowej do wystawienia faktury, eksporterzy oczywiście pozbawiają się szansy na ewentualne zyski, jakie mogliby osiągnąć, gdyby do tego celu zastosowali walutę obcą. Należy jednak podkreślić, że zdecydowana większość uczestników handlu międzynarodowego to nie są spekulanci walutowi. Nie chcą ponosić dodatkowego ryzyka, jeśli można je wyeliminować.



Zrozumiałe jest zatem ich dążenie do użycia waluty swego kraju do fakturowania eksportu. Ponieważ eksport z krajów wysoko rozwiniętych to głównie produkty mocno przetworzone, charakteryzujące się często dużym zaawansowaniem technologicznym, eksporterzy z tych krajów (mimo dużej konkurencji na rynku międzynarodowym) mają najczęściej na tyle silną pozycję przetargową, że są w stanie narzucić swym kontrahentom walutę swego kraju do fakturowania transakcji.

Ważnym czynnikiem wpływającym na wybór waluty fakturowania w handlu międzynarodowym są także zwyczaje, które ukształtowały się w minionych dziesięcioleciach i które mają silny wpływ na decyzje uczestników rynku. Większość z nich przyzwyczaiła się do określonych sposobów i praktyk postępowania i nie wyobraża sobie innych rozwiązań. Jeśli nawet mają świadomość, że takie rozwiązania istnieją, to nie są gotowi, żeby je zastosować. Obszarem, gdzie zwyczaje dotyczące wyboru waluty fakturowania są najsilniej zakorzenione, jest handel ropą naftową, innymi surowcami mineralnymi, a także wieloma masowymi produktami rolnymi (kawa, kakao, herbata, bawełna, juta i inne). W tych przypadkach dominującą walutą fakturowania jest dolar amerykański. Jest to ściśle związane z tym, że notowania cen tych produktów na najważniejszych rynkach na świecie są także prowadzone w dolarach amerykańskich. Rozwiązanie takie jest wygodne dla uczestników obrotu międzynarodowego, gdyż łatwo mogą porównywać ceny w różnych ośrodkach i śledzić ewolucję cen bez konieczności dokonywania przeliczeń przy użyciu kursów walutowych. Użyteczność stosowania jednej waluty do notowania cen najważniejszych produktów jest szczególnie widoczna w przypadku ceny ropy naftowej. Jest to w istocie główna, powszechnie znana, cena w gospodarce światowej, wyrażona w dolarach za baryłkę. Jej większe zmiany, zwłaszcza wzrosty, wywołują żywą reakcję na całym świecie. W tych warunkach trudno jest skłonić uczestników rynku do przestawienia się na inną walutę niż dolar do fakturowania dużej części handlu międzynarodowego.

Jeśli chodzi o walutę, w której dokonywana jest zapłata za eksportowane towary i usługi, to w praktyce najczęściej jest to ta sama waluta, w której została wystawiona faktura. Decyzja o zastosowaniu danej waluty do fakturowania przesądza zatem o wyborze waluty do rozliczenia transakcji (waluty transakcyjnej). Wprawdzie strony kontraktu handlowego mogą zdecydować, że zapłata nastąpi w innej walucie niż waluta fakturowania, ale jest to roz-



wiązanie niezbyt częste, gdyż dodatkowo może zwiększać ryzyko obu stron. Statystycznie łatwiej jest uchwycić, jakie waluty są stosowane w praktyce do dokonywania płatności, niż jakie są używane do fakturowania. Płatności są bowiem realizowane za pośrednictwem banków, które z kolei mają określone obowiązki sprawozdawcze. Ponieważ waluty transakcyjne są w zasadzie tymi samymi walutami, których używa się do fakturowania, w statystykach różnych instytucji (np. Europejskiego Banku Centralnego) obie grupy walut traktuje się łącznie. Warto podkreślić, że dodatkowym bodźcem do stosowania danej waluty jako waluty transakcyjnej jest duży obrót nią przez banki. Im większy wolumen transakcji banki rozliczają w tej walucie, tym niższe opłaty pobierają za te usługi. Niższy koszt zachęca do rozliczania transakcji w tych walutach, które są najczęściej stosowane, a to z kolei motywuje uczestników rynku do używania tych właśnie walut do fakturowania. Występuje tu więc sprzężenie zwrotne między oboma zastosowaniami waluty (do fakturowania i płatności).

Koniecznym uzupełnieniem scharakteryzowanych wyżej funkcji waluty międzynarodowej jest stosowanie jej jako waluty inwestycyjnej. Waluta inwestycyjna to ta, w której uczestnicy obrotu międzynarodowego utrzymują zasoby pieniężne. W zależności od ich preferencji co do rentowności, płynności i bezpieczeństwa powinni mieć możliwość wyboru różnych instrumentów finansowych wyrażonych w danej walucie, umożliwiających nie tylko przechowanie zasobów w celu ich późniejszego wykorzystania do płatności, ale także dających szansę na powiększenie tych zasobów.

W tzw. obrocie oficjalnym poszczególne funkcje walut międzynarodowych także są ze sobą dość silnie powiązane, a ponadto są związane z rolą walut w obrocie prywatnym. Można powiedzieć, że im szerzej wykorzystuje się w nim daną walutę, tym większa jest jej rola w obrocie oficjalnym.

Najważniejsze funkcje, jakie może pełnić waluta w obrocie między bankami centralnymi oraz innymi podmiotami, to wykorzystanie jej jako punktu odniesienia (waluty referencyjnej) do kształtowania systemu kursu walutowego w różnych krajach. Systemy te mogą charakteryzować się mniejszym lub większym poziomem dopuszczalnej zmienności kursu rynkowego wokół kursu centralnego. Niektóre kraje decydują się nawet na usztywnienie kursu między swą walutą a walutą referencyjną (tzw. system izby walutowej – *currency board*). Skuteczne funkcjonowanie przyjętego systemu kursowego,



zakładającego mniej lub bardziej luźne powiązanie z taką walutą, wymaga nieraz podjęcia interwencji na rynku walutowym. To z kolei implikuje konieczność posiadania odpowiednich rezerw dewizowych w tej walucie przez banki centralne. Funkcje waluty referencyjnej, interwencyjnej oraz rezerwowej są więc ze sobą ściśle powiązane. Należy jednak dodać, że różne kraje mogą wykorzystywać walutę międzynarodową jako walutę interwencyjną nawet wtedy, gdy ich pieniądz nie został w żaden formalny sposób powiązany z tą walutą. Pełnieniu przez walutę funkcji waluty rezerwowej nie musi towarzyszyć, i często nie towarzyszy, stosowanie jej jako waluty referencyjnej czy interwencyjnej. Najważniejszym motywem gromadzenia rezerw dewizowych przez banki centralne jest bowiem zapewnienie płynnej obsługi dewizowej obrotu z zagranicą, tak by waluty obce były dostępne dla podmiotów pragnących je nabyć (chyba że waluta danego kraju nie jest w pełni wymieniaalna i stosowane są różne ograniczenia dewizowe). Decydując o tym, w jakich walutach utrzymywane są te rezerwy, banki centralne biorą pod uwagę przede wszystkim zapotrzebowanie na waluty obce zgłaszane przez importerów, podmioty inwestujące za granicą, osoby podróżujące. Skład rezerw dewizowych silnie zależy też od struktury walutowej wpływów pozyskiwanych z eksportu oraz napływającego kapitału.

Na mniej lub bardziej istotną pozycję międzynarodową waluty wpływają przede wszystkim takie czynniki, jak:

- *wielkość i otwartość gospodarki kraju remitenta waluty*: im większy jest potencjał gospodarczy tego kraju i ważniejsza jego pozycja jako eksportera, tym więcej jest możliwości wykorzystania tej waluty przez uczestników międzynarodowych transakcji handlowych i finansowych;
- *stabilność siły nabywczej waluty*: im skuteczniejsza jest polityka makroekonomiczna kraju emitenta w zapewnianiu stabilnego poziomu cen i kursu walutowego, tym mniejsze ryzyko ponoszą uczestnicy obrotu międzynarodowego, używając danej waluty;
- *wielkość i poziom rozwoju rynku finansowego w kraju remitenta*: 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 związane z dysponowaniem przez kraj powszechnie używaną walutą międzynarodową to zarówno korzyści polityczne, takie jak prestiż i większy wpływ na gospodarkę światową, jak i korzyści ekonomiczne, np. niższe koszty transakcyjne dla podmiotów gospodarczych realizujących rozliczenia z zagranicą w swej walucie krajowej. Chodzi tu nie tylko o korzyści dla eksporterów i importerów, ale także dla osób podróżujących za granicę, przekazujących za granicę i otrzymujących z zagranicy środki pieniężne z wszelkich innych tytułów. Korzyścią jest także większa efektywność instytucji finansowych (banków, towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych), wynikająca z możliwości działania na dużą skalę. Kraj, którego waluta dominuje na rynku międzynarodowym, może również finansować deficyt bilansu obrotów bieżących w swej własnej walucie, co pozwala mu ograniczyć potrzebę akumulowania rezerw dewizowych.

Internacjonalizacja waluty oznacza też ryzyko dla stabilności gospodarki kraju emitenta tej waluty w wyniku wystawienia jej na duże strumienie przepływu kapitałów w obrocie z zagranicą. Przepływy takie mogą powodować znaczne wahania kursu tej waluty wobec innych walut, co z kolei nawet w krótkim czasie może negatywnie wpływać na międzynarodową konkurencyjność towarów tego kraju

3. DOLAR AMERYKAŃSKI JAKO GŁÓWNA WALUTA MIĘDZYNARODOWA

Do pierwszej wojny światowej najważniejszą walutą na świecie był funt brytyjski. Następnie zaczęła go stopniowo wypierać waluta Stanów Zjednoczonych. Dolar amerykański po drugiej wojnie światowej uzyskał dominującą pozycję w międzynarodowym systemie walutowym ze względu na wielkość gospodarki Stanów Zjednoczonych, stosunkowo dużą elastyczność rynku pracy oraz rynku towarów i usług, a także wyższą niż w wielu innych krajach innowacyjność przedsiębiorstw i ich zdolność do szybkiego dostosowania się do zmieniających się warunków w gospodarce światowej.

Amerykanie są świadomi korzyści z emisji dominującej waluty międzynarodowej. Korzyści te mają nie tylko charakter ekonomiczny (zwiększenie płynności i efektywności rynku finansowego, mniejsze ryzyko kursowe dla pod-



miotów gospodarczych). Dominacja dolara wpływała dotychczas także na geopolityczną pozycję Stanów Zjednoczonych w świecie. Jak stwierdza Portes (2007, s. 14)¹, „...bycie światowym bankierem stanowi dla Stanów Zjednoczonych dobry interes od czasu Bretton Woods”.

Mimo trwającej w ostatnich latach deprecjacji dolara wobec innych głównych walut międzynarodowych waluta ta utrzymuje swą główną pozycję w świecie. Bez tego statusu dolara Stany Zjednoczone nie miałyby tak bezpośredniego i łatwego dostępu do zagranicznego finansowania. Rynkowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych musiałyby być wyższe od tych, jakie występowały w praktyce, by przeznaczyć większe oszczędności krajowe na finansowanie wzrostu gospodarczego.

W ostatnich latach dolar znacznie zdeprecjonował się wobec euro i innych głównych walut międzynarodowych. W 2001 r. kurs dolara do euro wynosił 0,8956 USD za 1 EUR (ECB 2004, s. 67). Od tamtego czasu do końca grudnia 2007 r. kurs dolara w stosunku do euro spadł do poziomu 1,4570 USD/1 EUR (ECB 2008, s. 73), co oznacza deprecjację waluty amerykańskiej rzędu 50%.

Pogłębiający spadek kursu dolara już kilka lat temu wywołał poważne obawy co do negatywnych skutków tego zjawiska dla całego świata, w szczególności dla tych krajów, które zgromadziły najwięcej aktywów dolarowych. Erozja wartości tych aktywów na skutek deprecjacji dolara została uznana za czynnik, który może znacznie ograniczyć międzynarodową pozycję tej waluty (The Economist 2004, s. 9).

Za poważną słabość gospodarki Stanów Zjednoczonych, rzutującą zarówno na obecną, jak i przyszłą pozycję dolara w świecie, uznaje się deficyt bilansu obrotów bieżących. Na początku 2008 r. wynosił on ponad 750 mld USD, co stanowiło 4,8% PKB, i był to jeden z najmniej korzystnych wskaźników w krajach najwyżej rozwiniętych (The Economist 2008, s. 98). Z drugiej jednak strony z osłabieniem dolara w ostatnich latach wiązane są nadzieje na poprawę tego stanu, ze względu na korzystny wpływ tego osłabienia na wzrost zapotrzebowania na amerykańskie towary na świecie (Schieffer 2008).

¹ W 1944 r. w amerykańskiej miejscowości Bretton Woods określone zostały główne zasady międzynarodowego systemu walutowego. Obowiązywały one zasadniczo aż do końca lat 60.



Jak wskazano w raporcie agencji ratingowej Standard & Poor`s (S&P) z 2007 r., Stany Zjednoczone są coraz bardziej uzależnione od zagranicznych wierzycieli. Np. w 2006 r. wierzycielami w odniesieniu do 44% zadłużenia rządu federalnego były podmioty zagraniczne, w większości banki centralne. Udział ten był znacznie wyższy niż w 2001 r., kiedy wynosił 30%. Agencja S&P zwróciła uwagę na konieczność prowadzenia przez Stany Zjednoczone odpowiedniej polityki makroekonomicznej, by zagraniczni wierzyciele byli dalej zainteresowani utrzymywaniem aktywów dolarowych. W przeciwnym razie rola dolara jako głównej waluty międzynarodowej będzie zagrożona (Business World 2007, s. 1).

Podobne opinie pojawiają się coraz częściej. Wskazuje się, że dominacja dolara wcale nie musi się utrzymać, jeśli wierzyciele Stanów Zjednoczonych zwątpią w determinację i zdolność amerykańskiego systemu banku centralnego – Systemu Rezerwy Federalnej (Fed) do ochrony siły nabywczej dolara. Byłoby to możliwe zwłaszcza wtedy, gdyby wierzyciele zaczęli w przyszłości mieć obawy, że poprzez zwiększoną inflację Fed przyczyni się do obniżenia realnej wartości zadłużenia amerykańskiej gospodarki (Financial Times 2007).

W dyskusjach na temat perspektyw dolara jako waluty międzynarodowej pojawiają się też głosy, że perspektywy te nie są tak niekorzystne, jak wielu twierdzi. Chandler (2008) wskazuje na przykład, że na rzecz wysokiej pozycji dolara w świecie w dalszym ciągu przemawia to, że Stany Zjednoczone charakteryzują się dobrze rozwiniętym rynkiem finansowym, korzystnymi warunkami wzrostu gospodarczego, polityczną stabilnością i dużą przedsiębiorczością społeczeństwa.

Analizując możliwy kierunek ewolucji roli dolara w międzynarodowym systemie walutowym, nie można jednak zapominać, że mimo całego dotychczasowego dynamizmu gospodarki amerykańskiej system prawny i instytucjonalny Stanów Zjednoczonych nie jest w stanie zapobiec różnym negatywnym zjawiskom w tej gospodarce, w szczególności na rynku finansowym. Co pewien czas gospodarka ta tworzy dramatyczne problemy nie tylko dla siebie, ale dla całego świata. W pierwszych latach obecnej dekady, w stosunkowo krótkich odstępach czasu, w Stanach Zjednoczonych wystąpiły takie zjawiska, jak bańka spekulacyjna na rynku firm internetowych oraz załamanie rynku akcji powiązane z masową



fałą bankructw przedsiębiorstw, w tym bardzo wielkich firm. Posiadacze akcji, zwłaszcza oszczędzający w zakładowych funduszach emerytalnych, zostali przez to pozbawieni znacznej części swych oszczędności. Rysuje się tu refleksja, że musiał nastąpić duży krach, by władze zdecydowały się wprowadzić m.in. zmiany dotyczące badania sprawozdań finansowych spółek i zarządzania nimi.

Trwający obecnie kryzys na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych może być także przykładem tego, że system nadzoru nad instytucjami finansowymi w tym kraju jest daleko do tego, by zapewnić pożądaną stopień ochrony uczestnikom rynku finansowego. Już pod koniec 2007 r. zaczęły się pojawiać alarmujące informacje z wielu amerykańskich banków (działających też na skalę międzynarodową) o stratach, sięgających nawet kilku czy kilkunastu miliardów dolarów, z powodu niemożności odzyskania pieniędzy wyłożonych przez nie na finansowanie części kredytów hipotecznych. Wszystko to skłania uczestników międzynarodowych rynków finansowych do stawiania takich pytań, jak: dlaczego władze nadzorcze nie podjęły w odpowiednim czasie działań zapobiegawczych, dlaczego nie uchwalono stosownych regulacji prawnych, które uniemożliwiłyby zaangażowanie się banków w udzielanie kredytów podmiotom bez zdolności kredytowej. Pojawia się także inne pytanie: w interesie jakich grup politycznych i gospodarczych leżał brak takich regulacji, pozwalający bankom oraz innym instytucjom finansowym na osiąganie zysków w krótkim okresie kosztem nadzwyczajnego zwiększenia ryzyka dla całego systemu finansowego oraz kosztem następującego potem zubożenia dużych grup społeczeństwa (w szczególności kredytobiorców, którzy stracili swe domy, bo nie byli w stanie spłacać kredytów hipotecznych), a także wielkiej masy inwestorów na rynku akcji, w tym rzeszy drobnych ciułaczy. Ogrom negatywnych skutków, jakie wynikły z kryzysu na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, nie tylko dla gospodarki amerykańskiej, ale praktycznie dla całej gospodarki światowej, w tym zagrożenie globalną recesją, stawia pod znakiem zapytania zdolność władz tego kraju do podejmowania z wyprzedzeniem niezbędnych decyzji w polityce makroekonomicznej i mikroekonomicznej. Doświadczenie pokazuje, że jest to raczej uczenie się na błędach w tej polityce. Takie zdarzenia, jak krachy giełdowe czy masowe upadłości firm, wymuszają ostatecznie na władzach amerykańskich uchwalenie zabezpieczeń prawnych, które wydają się tak oczywiste, że aż budzą zdzi-



wienie, dlaczego nie uchwalono ich wcześniej (np. wprowadzenie zakazu badania sprawozdań finansowych spółek przez firmę audytorską, która jednocześnie świadczy tej spółce odpłatnie różne usługi doradcze).

Wiele pytań budzi też polityka monetarna banku centralnego Stanów Zjednoczonych i jej wpływ na powstawanie baniek spekulacyjnych na amerykańskim rynku akcji i rynku nieruchomości. System Rezerwy Federalnej uznawany jest generalnie za bank niezależny, który dotychczas w zasadzie skutecznie potrafił ograniczyć inflację (Oreżiak 2006). Polityka pieniężna prowadzona przez tę instytucję jest jednak nastawiona nie tylko na zwalczanie inflacji, ale także powinna uwzględniać wzrost gospodarczy. Dążenie Fed do wspierania wzrostu gospodarczego w okresie słabnącej koniunktury nieraz skłaniało ten bank do bardzo znacznych obniżek stóp procentowych. To właśnie obniżki stóp w latach 2001–2003 doprowadziły do najniższego po drugiej wojnie światowej poziomu tych stóp w Stanach Zjednoczonych. Rekordowo tani pieniądz stał się silnym bodźcem do zadłużania się gospodarstw domowych i ekspansji kredytów hipotecznych. Jak wskazują Goodhart i Persaud (2008), wszystkie te doświadczenia powinny być wzięte pod uwagę w poszukiwaniu rozwiązań pozwalających uniknąć następnego krachu.

Dominujący udział gospodarki amerykańskiej w gospodarce światowej oznacza, że wszelkie poważniejsze słabości regulacji prawnych, funkcjonowania instytucji publicznych, w polityce makroekonomicznej i nadzorze nad rynkiem finansowym powodują poważne ryzyko dla innych regionów świata. Powinny być brane pod uwagę we wszelkich ocenach i analizach dotychczasowej i przyszłej roli dolara jako waluty międzynarodowej.

4. CZYNNIKI STANOWIĄCE PODSTAWĘ MIĘDZYNARODOWEJ POZYCJI EURO

Potencjał gospodarczy strefy euro jest dobrym fundamentem pełnienia przez tę walutę funkcji głównej waluty międzynarodowej. Udział strefy w gospodarce światowej sytuuje ją na drugim miejscu po Stanach Zjednoczonych. Wprawdzie dotychczas gospodarka tego kraju charakteryzowała się silniejszą dynamiką rozwoju niż strefa euro, ale negatywne zjawiska, które ujawniły się w ostatnim okresie w gospodarce amerykańskiej, pokazały, że dy-



namika ta była oparta w znacznej części na niezbyt solidnych podstawach, jak np. rosące zadłużenie gospodarstw domowych i niska stopa oszczędności. W konfrontacji z tym negatywnym obrazem gospodarka strefy euro jako całości jawi się jako organizm pod wieloma względami solidniejszy niż gospodarka Stanów Zjednoczonych. Nie oznacza to oczywiście, że w strefie euro wszelkie konieczne przemiany strukturalne zostały już dokonane, gdyż wiadomo, że wiele jest jeszcze do zrobienia w niektórych krajach członkowskich, jeśli chodzi o reformę finansów publicznych, uelastycznienie rynku pracy, rynku towarów i usług, stworzenie lepszych warunków do rozwoju przedsiębiorczości, w tym zredukowanie obciążeń podatkowych.

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.

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 regula-



cjach. W dającej się przewidzieć perspektywie rynek ten nie będzie w stanie osiągnąć takiej wielkości, jak rynek amerykański, co spowolni międzynarodowe zastosowanie euro.

Wzmocnieniu międzynarodowej pozycji euro powinny służyć przeprowadzone już reformy finansów publicznych i te, które są w trakcie realizacji. Pozwoliły one krajom strefy euro istotnie poprawić saldo budżetowe. Część krajów członkowskich od dłuższego czasu notuje nadwyżkę budżetową; w niektórych krajach sytuacja budżetu jest bliska równowagi. Jedynie nieliczne kraje strefy euro ciągle borykają się z deficytami budżetowymi. Do najmniej korzystnych zaliczana jest sytuacja finansów publicznych we Włoszech (Lachman 2007). Można jednak oczekiwać, że obowiązujące w strefie euro mechanizmy dyscyplinowania polityki budżetowej wprawdzie z pewnym opóźnieniem, ale jednak zawocują poprawą sytuacji budżetowej zarówno w tym kraju, jak i w innych państwach strefy euro, które nie zlikwidowały jeszcze deficytu budżetowego (w tym głównie we Francji i w Portugalii).



5. ZASTOSOWANIE EURO W HANDLU MIĘDZYNARODOWYM

Naturalnym obszarem zastosowania euro jest handel krajów należących do strefy euro z innymi krajami członkowskimi Unii Europejskiej, a także z krajami, które mają szansę stać się członkami Unii w przyszłości. Duże znaczenie dla rozwoju wykorzystania euro ma też handel z tymi krajami i regionami świata, z którymi Unię łączą silne więzi ekonomiczne i handlowe o charakterze preferencyjnym (np. kraje Afryki, Karaibów i Pacyfiku).

Wykorzystanie euro do fakturowania i rozliczania transakcji handlowych, zarówno eksportowych, jak i importowych, realizowanych przez kraje strefy euro z państwami spoza strefy rozwijało się stopniowo od 1999 r. Trudność z dokładnym oszacowaniem tego zjawiska wynikała dotychczas z faktu, że nie wszystkie kraje należące do strefy euro regularnie gromadziły dane na ten temat. Władze większości z 12 krajów, które weszły do strefy euro jako pierwsze (Finlandia, Francja, Niemcy, Włochy, Luksemburg, Portugalia, Hiszpania oraz Grecja), systematycznie gromadzą dane dotyczące zastosowania walut fakturowania i transakcyjnych w handlu z innymi krajami Unii oraz z krajami trzecimi.



tabela 2  **Udział euro w fakturowaniu i rozliczaniu handlu krajów strefy euro z krajami spoza strefy (w %)**

| | 2004 | 2005 |
|---|-------|-------|
| Fakturowanie/rozliczanie eksportu towarów z wybranych krajów strefy euro do krajów spoza strefy euro | 44–63 | 39–62 |
| Fakturowanie/rozliczanie importu towarów do wybranych krajów z krajów spoza strefy euro | 41–61 | 34–56 |
| Fakturowanie/rozliczanie eksportu usług z wybranych krajów strefy euro do krajów spoza strefy euro | 14–64 | 16–67 |
| Fakturowanie/rozliczanie importu usług do wybranych krajów z krajów spoza strefy euro | 24–70 | 23–71 |

Uwaga: dolny wskaźnik przedziału dotyczy kraju strefy euro, gdzie udział euro w fakturowaniu i rozliczaniu handlu z krajami spoza strefy euro jest najniższy w badanej grupie krajów, a górny kraju, gdzie wskaźnik ten jest najwyższy w tej grupie.

Źródło: zestawienie własne na podstawie ECB (2007, s. 75).

Jeśli chodzi o handel krajów strefy euro ze wszystkimi krajami spoza strefy euro (zarówno należącymi do Unii, jak i krajami trzecimi), to rola, jaką odgrywa w nim euro, ustabilizowała się w latach 2004–2005. Utrzymały się jednak znaczne różnice pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro (zob. tabela 2).

Z punktu widzenia rozwoju euro jako waluty światowej duże znaczenie ma używanie go jako waluty fakturowania i waluty transakcyjnej w transakcjach z podmiotami z krajów, które nie należą do Unii Europejskiej. W 2006 r. Europejski Bank Centralny uzyskał dane niemal od wszystkich krajów członkowskich strefy euro pokazujące strukturę walutową ich eksportu i importu w handlu z państwami spoza Unii (zob. tabela 3). Uzyskane przez EBC informacje pochodzą nie tylko z banków, ale także z urzędów celnych oraz ankiet przeprowadzonych wśród eksporterów i importerów.

Z danych zawartych w tabeli 3 wynika, że występują dość duże różnice pomiędzy krajami strefy euro, jeśli chodzi o waluty fakturowania i transakcyjne, stosowane w ich eksporcie towarów poza Unię i imporcie spoza UE.



tabela 3



Waluty fakturowania/rozliczania eksportu i importu towarów realizowanego przez kraje strefy euro z krajami spoza Unii Europejskiej w I kwartale 2006 r. (w %)

| | Eksport | | | | | | Import | | | | | |
|--------------------|---------|------|-----|------|------|-------|--------|------|-----|-----|------|-------|
| | EUR | USD | JPY | GBP | inne | razem | EUR | USD | JPY | GBP | inne | razem |
| Austria | 62,9 | 23,4 | 0,0 | 0,0 | 13,7 | 100,0 | 60,9 | 27,2 | 0,0 | 0,0 | 11,9 | 100,0 |
| Belgia | 50,0 | 36,9 | 0,9 | 12,3 | . | 100,0 | 46,3 | 41,8 | 2,0 | 9,9 | 0,0 | 100,0 |
| Finlandia | 44,0 | 47,6 | . | . | 8,4 | 100,0 | 29,6 | 62,8 | . | . | 7,6 | 100,0 |
| Francja | 43,2 | 50,5 | 2,2 | 0,2 | 3,9 | 100,0 | 32,9 | 60,3 | 2,0 | 0,1 | 4,7 | 100,0 |
| Niemcy | . | . | . | . | . | . | 40,9 | 40,3 | 3,2 | 2,3 | 13,3 | 100,0 |
| Grecja | 28,1 | 70,7 | 0,3 | 0,2 | 0,7 | 100,0 | 18,0 | 80,0 | 0,8 | 0,2 | 1,0 | 100,0 |
| Irlandia | 46,6 | 50,1 | 0,8 | 0,7 | 1,8 | 100,0 | 19,4 | 69,3 | 0,7 | 0,2 | 10,3 | 100,0 |
| Włochy | 53,7 | 43,4 | . | . | 2,9 | 100,0 | 27,5 | 69,8 | . | . | 2,7 | 100,0 |
| Luksemburg | 29,6 | 68,0 | 0,6 | 1,1 | 0,7 | 100,0 | 33,5 | 52,2 | 8,7 | 1,8 | 3,9 | 100,0 |
| Holandia | 52,5 | 42,1 | 0,8 | 0,7 | 3,9 | 100,0 | 23,4 | 76,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 100,0 |
| Portugalia | 48,9 | 47,1 | 0,3 | 0,3 | 3,5 | 100,0 | 43,4 | 52,1 | 1,8 | 0,1 | 2,7 | 100,0 |
| Hiszpania | 53,6 | 43,4 | 1,2 | 0,1 | 1,7 | 100,0 | 44,2 | 54,4 | 0,7 | 0,0 | 0,7 | 100,0 |
| Strefa euro | 49,7 | 44,0 | . | . | 6,3 | 100,0 | 35,2 | 55,7 | . | . | 9,0 | 100,0 |


Źródło: ECB (2007, s. 36).

Średni dla całej strefy euro wskaźnik dotyczący zastosowania euro jako waluty fakturowania i rozliczania eksportu wynosił 49,7% i nieznacznie przewyższał wskaźnik dotyczący dolara amerykańskiego. Ten ostatni stanowił 44% wartości eksportu ze strefy euro kierowanego poza Unię Europejską. Największe zastosowanie euro ma w eksporcie Austrii: w pierwszym kwartale 2006 r. w walucie tej fakturowano i rozliczano niemal 2/3 wartości tego eksportu. Najniższy wskaźnik występował w Grecji (28,1%) oraz Luksemburgu (29,6%). Wskaźnik dotyczący pozostałych krajów wynosił od 43,2%



(Francja) do 53,7% (Włochy). W zasadzie potwierdza to wyrażoną na wstępie opinię, że znaczna część eksportu z krajów wysoko rozwiniętych fakturowana jest w ich rodzimej walucie. Zważywszy na wysoki udział eksportu ze strefy euro w światowym eksporcie, ten stan rzeczy jest korzystny dla upowszechnienia się międzynarodowego zastosowania euro także w innych funkcjach.

Z kolei w przypadku importu towarów przez kraje strefy euro spoza Unii dolar dominował w badanym czasie (55,7%), a udział euro wynosił niewiele ponad 1/3 tego importu. Dominację dolara należy tu tłumaczyć przede wszystkim znacznym udziałem ropy oraz innych surowców mineralnych w tym imporcie. Jak wskazano, produkty te są fakturowane i rozliczane głównie w dolarach amerykańskich. W przypadku Holandii ten czynnik oraz duże zaangażowanie tego kraju w import ropy (sprzedawanej następnie innym krajom Unii) przyczynił się do tego, że udział dolara w fakturowaniu importu tego surowca należy do najwyższych w strefie euro (76,3%). Podobne przyczyny, dotyczące importu surowców, wyjaśniają wysoki udział dolara także w przypadku Finlandii (62,8) oraz Grecji (80%). Mniejsze znaczenie euro w imporcie krajów strefy euro z krajów spoza Unii wynika głównie z istnienia scharakteryzowanych wyżej zwyczajów dotyczących używania dolara do fakturowania i rozliczania handlu surowcami oraz masowymi produktami rolnymi. Ponieważ większość z tych produktów kraje strefy euro muszą importować, a import ten ma znaczny udział w ich ogólnym imporcie, szanse szerszego zastosowania euro do tego handlu nie są

tabela 4  **Udział fakturowanego oraz rozliczanego w euro eksportu i importu niektórych krajów Unii spoza strefy euro w ich ogólnym eksporcie i imporcie (w %)**

| | Eksport | | Import | |
|-----------------|---------|------|--------|------|
| | 2001 | 2005 | 2001 | 2005 |
| Bułgaria | 48 | 60 | 55 | 60 |
| Czechy | 69 | 72 | 67 | 71 |
| Estonia | 53 | 59 | 56 | 59 |
| Łotwa | 34 | 53 | 45 | 59 |
| Litwa | 28 | 51 | 38 | 51 |
| Polska | 57 | 70 | 57 | 60 |
| Rumunia | 56 | 64 | 61 | 71 |

Źródło: zestawienie własne na podstawie: ECB (2007, s. 38, 39).



zbyt duże w dającej się przewidzieć perspektywie, zważywszy na siłę przyzwyczajenia uczestników rynku do znanych i wypróbowanych rozwiązań. Zakres wykorzystania euro jako waluty fakturowania i rozliczania w handlu zagranicznym wydaje się szczególnie istotny dla Polski oraz innych krajów Unii Europejskiej przygotowujących się do wejścia do strefy euro. W większości tych krajów euro jest najważniejszą walutą używaną zarówno w eksporcie, jak i imporcie (zob. tabela 4).

Zastosowanie euro w handlu zagranicznym większości nowych krajów członkowskich Unii wzrastało dynamicznie od początku obecnej dekady. W 2005 r. euro stało się dominującą walutą fakturowania eksportu oraz importu Bułgarii, Czech, Estonii, Łotwy, Litwy, Polski i Rumunii². Polska jest krajem, gdzie euro ma szczególnie duże znaczenie w handlu zagranicznym. W tej walucie fakturuje się bowiem 70% ogólnej wartości eksportu oraz 60% ogólnej wartości importu. W tej sytuacji zrozumiałe jest poparcie polskich eksporterów i importerów dla jak najszybszego wejścia Polski do strefy euro. Pozwoliłoby im to poważnie ograniczyć ryzyko kursowe, jakie dziś występuje na skutek zmienności kursu między złotym a euro. Działający w Polsce przedsiębiorcy coraz dobitniej i z coraz większą determinacją domagają się określenia przez władze naszego kraju daty przyjęcia euro (Rzeczpospolita, 2008). Chodzi oczywiście nie tylko o określenie daty, ale przede wszystkim o skuteczne dostosowanie się naszego kraju do spełnienia warunków uprawniających do uczestnictwa Polski w strefie euro.

Przedsiębiorcy mają też świadomość, że wejście do strefy euro pozwoli zwiększyć ich obroty handlowe z krajami strefy euro. Chintrakarn (2008) wskazuje, że uczestnictwo w tej strefie umożliwia zwiększenie strumieni handlu o 9–14%. Wynikająca stąd większa aktywność polskich przedsiębiorstw w handlu wewnętrznym byłaby jednym z ważnych czynników pobudzających wzrost gospodarczy w Polsce.



6. ZASTOSOWANIE EURO W KRAJACH TRZECICH

Jednym z głównych obszarów zastosowania waluty międzynarodowej w innym kraju niż kraj emisji jest posługiwanie się banknotami i monetami tej

² Brak danych nt. Węgier.



tabela 5



Kraje i systemy kursowe powiązane z euro – stan 1 stycznia 2007 r.

| 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 |
| | <i>Pro memoria</i> : 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 |
| | <i>Pro memoria</i> : niezależny kurs płynny | Albania, Turcja |
| Inne kraje | Euroizacja** | Kosowo, Andora, Republika San Marino, Miasto 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 utrzymywania wahań kursu w przedziale +/-1%.

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

Źródło: zestawienie własne na podstawie: ECB (2007, s. 41).

waluty oraz utrzymywanie w niej lokat bankowych. Według stanu na grdzień 2006 r. poza strefą euro w obiegu znajdowało się ponad 60 mld banknotów nominowanych w tej walucie (w czerwcu 2005 r. było to 55 mld banknotów). Jeśli chodzi o depozyty nominowane w euro, znajdujące się w bankach krajów sąsiadujących z Unią Europejską, to na koniec grudnia 2006 r. było w nich ulokowanych łącznie 69 mld EUR (ECB 2007, s. 75).



Drugim ważnym obszarem używania euro w krajach trzecich jest stosowanie go jako waluty referencyjnej w systemach kursowych różnych krajów. Wybór systemu kursu walutowego należy do najważniejszych decyzji podejmowanych przez krajowe władze monetarne, a jego istotną konsekwencją jest określenie wielkości i struktury walutowej rezerw dewizowych, jakie powinny być utrzymywane, by zapewnić funkcjonowanie tego systemu. W swym raporcie rocznym, opublikowanym w 2007 r., Międzynarodowy Fundusz Walutowy wymienia około 100 krajów³ mających różne systemy kursowe, w których stosuje się walutę referencyjną lub koszyk walut referencyjnych (IMF 2007, s. 9, 10). Znaczna część tych krajów (aż 40) powiązała w różnej formie kursy swych walut z euro jako odrębną walutą referencyjną bądź walutą składową pewnego przyjętego referencyjnego koszyka walut, w tym także najbardziej obecnie znanego koszyka walutowego, jakim jest SDR (zob. tabela 5).

Zastosowanie euro jako waluty referencyjnej w systemach kursowych ustanowionych przez kraje trzecie jest silnie uwarunkowane geograficznie i instytucjonalnie. W takiej lub innej formie z euro zostały bowiem powiązane przede wszystkim waluty większości krajów Unii Europejskiej znajdujących się poza strefą euro, a ponadto waluty krajów mających różne powiązania instytucjonalne z Unią lub jej krajami członkowskimi. Kraje z pierwszej grupy stabilizują swe waluty wobec euro w ramach mechanizmu stabilizacyjnego ERM II (*Exchange Rate Mechanism II*), w którym dozwolony, maksymalny przedział wahań kursu rynkowego danej waluty wobec euro wynosi +/-15% w stosunku do bilateralnego kursu centralnego między tymi walutami. Uczestnictwo waluty w tym mechanizmie przez co najmniej dwa lata stanowi jedno z kryteriów konwergencji, które powinien spełnić kraj przygotowujący się do wejścia do strefy euro. Ważne jest przy tym, by w tym dwuletnim okresie nie występowały poważniejsze napięcia w tym systemie, a w szczególności by nie doszło do jednostronnej dewaluacji danej waluty wobec euro. Waluta ta powinna zatem charakteryzować się niezbędną stabilnością, aby przygotowanie gospodarki kraju kandydującego do unii walutowej zostało pozytywnie ocenione przez uprawnione instytucje (Komisja Europejska, Europejski Bank Centralny, Rada Unii Europejskiej). Powiąza-

³ W raporcie tym niektóre unie walutowe są liczone jako jeden kraj (np. Środkowoafrykańska Wspólnota Ekonomiczna i Monetarna – Central African Economic and Monetary Community – CAEMC, Zachodnioafrykańska Unia Ekonomiczna i Monetarna – West African Economic and Monetary Union – WAEMU).



nie jego waluty narodowej z euro jest więc konieczne po to, by sprawdzić, czy kraj ten jest faktycznie gotowy do funkcjonowania w unii walutowej. Samo włączenie waluty do ERM II wymaga nie tylko woli zainteresowanego kraju, ale także Europejskiego Banku Centralnego.

Estonia, Litwa oraz Łotwa zastosowały specyficzne rozwiązanie, różniące się od obowiązującego w ramach ERM II. Dwa pierwsze kraje podjęły jednostronne zobowiązanie do utrzymania izby walutowej (*currency board*)⁴. Łotwa natomiast zobowiązała się jednostronnie do utrzymywania wahań kursu swej waluty wobec euro w znacznie węższym przedziale niż obowiązujący w ERM II, wynoszącym +/-1%.

Bardziej luźną (niż ERM II) formę powiązania z euro stosują niektóre nowe kraje Unii, których dostosowania do uczestnictwa w unii walutowej są mniej zaawansowane (Węgry, Czechy, Rumunia). Złoty polski nie jest na razie formalnie powiązany z euro w żaden sposób. Włączenie w przyszłości polskiej waluty do mechanizmu ERM II należy do największych wyzwań, z jakimi musi się zmierzyć polska gospodarka w procesie dostosowań do wejścia do strefy euro

Jako waluta referencyjna euro jest też wykorzystywane przez grupę krajów, które są oficjalnymi kandydatami do Unii Europejskiej lub mogą uzyskać taki status w przyszłości. Stabilizowanie w mniejszym lub większym stopniu kursów ich walut wobec euro podyktowane jest głównie dążeniem tych krajów do stworzenia lepszych warunków do rozwoju handlu i współpracy gospodarczej z krajami Unii Europejskiej dzięki zmniejszeniu ryzyka kursowego. W tej grupie krajów uwagę zwraca Czarnogóra, która jednostronnie (czyli bez formalnej aprobaty uprawnionych instytucji Unii Europejskiej) podjęła decyzję o euroizacji, czyli uznaniu euro za legalny środek płatniczy. Oznacza to, że kraj ten przyjął euro, ale nie przeszedł całej niezbędnej drogi prawnej, która obowiązuje kraje Unii Europejskiej zmierzające do zastąpienia swej waluty narodowej przez euro. Jednostronna euroizacja nie uprawnia więc do uczestnictwa kraju w strefie euro.

⁴ Międzynarodowy Fundusz Walutowy definiuje system *currency board* jako system monetarny polegający na wprowadzeniu wyraźnego prawnego zobowiązania do utrzymania sztywnego (niezmiennego) kursu swej waluty w stosunku do wybranej waluty obcej. Przyjęcie takiego zobowiązania skutkuje uzależnieniem emisji pieniądza krajowego od wielkości posiadanych rezerw dewizowych, co oznacza znaczne ograniczenie swobody kształtowania polityki pieniężnej przez bank centralny i pełnienia przezeń tradycyjnych funkcji (IMF 2007, Appendix, s. 8).



Stosunkowo duża jest też grupa krajów trzecich, które zastosowały różne sposoby powiązania swych walut z euro, poczynając od uzgodnionej euroizacji (Watykan, Księstwo Monako, Republika San Marino) i euroizacji jednostronnej (Kosowo, Andora), poprzez ograniczenie zmienności kursu rynkowego w ramach systemu kursów stałych aż po zastosowanie kursów płynnych kierowanych (*managed float*), powiązanych z euro jako odrębną walutą z koszykiem walut, w których euro jest jedną z walut składowych. Warto zwrócić uwagę, że Rosja podjęła politykę pewnego oddziaływania na kurs rubla wobec indywidualnie skonstruowanego koszyka walutowego. Od lutego 2005 r. w skład tego koszyka wchodzi dolar oraz euro (od grudnia 2005 r. udział euro został zwiększony z 35% do 40%).

7. EURO JAKO SKŁADNIK REZERW DEWIZOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH

Jednym z głównych wyznaczników międzynarodowej roli waluty jest jej udział w rezerwach dewizowych banków centralnych⁵. Rezerwy te są częścią rezerw walutowych posiadanych przez poszczególne kraje. W skład rezerw walutowych (*monetary reserves*) wchodzi oficjalne aktywa rezerwowe (*official holdings of reserve assets*) utrzymywane przez bank centralny oraz rezerwy będące w posiadaniu banków komercyjnych (Białecki et al. 2007, s. 240–241).

Oficjalne aktywa rezerwowe to zasoby: dewiz, złota monetarnego (tzn. złota w postaci sztab kruszcu, które może zostać sprzedane przez bank centralny na rynku międzynarodowym, najczęściej w Londynie lub Zurychu, w celu uzyskania dewiz), zasoby SDR, tzw. transza rezerwowa w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (MFW) oraz inne należności w walutach wymienialnych. Największy udział w oficjalnych aktywach rezerwowych zarówno Polski, jak i pozostałych krajów świata, mają dewizy (stanowią one około 88–90%). Występują one głównie w postaci krótko- i długoterminowych dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez rządy największych krajów wysoko rozwiniętych. Mniejszy udział mają należności

⁵ Międzynarodowy Fundusz Walutowy w aneksie do swego raportu rocznego publikuje jedyne oficjalne dane dotyczące struktury walutowej oficjalnych rezerw dewizowych na szczeblu globalnym. Od września 2005 r. na stronie internetowej MFW (<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>) zamieszczane są także dane kwartalne.



na rachunkach bieżących i terminowych w zagranicznych bankach handlowych, a w niewielkiej części także na rachunkach w innych bankach centralnych. Złoto monetarne stanowiło w ostatnich latach 8–10% kwoty oficjalnych aktywów rezerwowych i było to znacznie mniej, niż np. na początku lat 80. (niemal 50%). W ostatnich latach udział ten wykazywał tendencję spadkową. Jego wysokość zależy od zasobów tego kruszcu w bankach centralnych (np. na koniec 2001 r. było to 943,6 mln uncji, a na koniec kwietnia 2007 r. 864 mln uncji) oraz od kształtowania się ceny złota na rynku londyńskim, gdyż właśnie ją stosuje MFW do wyceny wartości kruszcu posiadanego przez banki centralne. Wzrost tej ceny skutkuje na ogół wzrostem udziału złota w oficjalnych aktywach rezerwowych. Ostateczny efekt zależy jednak od skali wyprzedaży złota przez banki centralne. Pozostałe składniki rezerw mają znaczenie marginesowe. Stanowią one łącznie około 1–2% ogólnej sumy wszystkich oficjalnych aktywów rezerwowych.

Przykładowo na koniec 2006 r. łączna kwota oficjalnych aktywów rezerwowych (łącznie ze złotem) na całym świecie wynosiła 3750,9 mld SDR, w tym rezerwy dewizowe stanowiły 3348,0 mld SDR, złoto 366,7 mld SDR (według ceny z rynku w Londynie), zasoby przydzielonych SDR wynosiły 18,2 mld SDR, pozycja rezerwowa w MFW 17,5 mld SDR. Na koniec kwietnia 2007 r. suma oficjalnych aktywów rezerwowych posiadanych przez wszystkie kraje wzrosła do 3921,7 mld SDR, w tym dewiz do 3508,4 mld SDR, a pozostałe składniki ukształtowały się na poziomie, odpowiednio: 378,9 mld SDR (złoto), 18,3 mld SDR (przydzielone SDR) i 15,6 mld SDR (pozycja rezerwowa w MFW).⁶

Warto podkreślić, że jeśli pominiemy złoto monetarne, to oficjalne aktywa rezerwowe są niemal w 99% złożone z dewiz. Poziom utrzymywanych przez dany kraj oficjalnych rezerw dewizowych zależy przede wszystkim od wielkości jego importu. Łączne zasoby tych rezerw istotnie wpływają na ocenę międzynarodowej wiarygodności kraju, a ich szybki spadek może być wyrazem kryzysu walutowego.

Z kolei rezerwy walutowe w bankach komercyjnych mają głównie formę dewiz, przede wszystkim w postaci należności na rachunkach bieżących i ter-

⁶ W dniu 30 kwietnia 2007 r. 1 SDR był równy 1,52418 USD (IMF, 2007, Appendix I, s. 2).



minowych w bankach zagranicznych. Rezerwy te są ich rezerwami operacyjnymi, służącymi do finansowania bieżących operacji walutowych. Są uzupełniane rezerwami będącymi do dyspozycji banku centralnego. Udział poszczególnych walut w rezerwach dewiz posiadanych przez bank centralny i banki komercyjne w danym kraju zależy głównie od struktury walutowej płatności dokonywanych w imporcie oraz innych płatności przekazywanych za granicę. Jest też odzwierciedleniem udziału poszczególnych walut w płatnościach otrzymywanych przez eksporterów towarów i usług oraz transferach walut obcych z zagranicy, napływających do kraju z wszelkich innych tytułów.

Oficjalne rezerwy dewizowe (czyli rezerwy dewiz posiadanych przez banki centralne) zasługują na szczególną uwagę, gdyż ze względu na dominujący udział w oficjalnych aktywach rezerwowych istotnie wpływają na wizerunek kraju na międzynarodowych rynkach finansowych. W ostatnich latach rezerwy te znacznie wzrosły na całym świecie. Na koniec 1999 r. wynosiły 1298,1 mld SDR, a na koniec 2006 r. było ich niemal trzy razy więcej: 3348,0 mld SDR (zob. tabela 6). W tym okresie istotnie zmieniła się także struktura walutowa oficjalnych rezerw dewizowych.

tabela 6  **Wielkość i struktura walutowa oficjalnych rezerw dewizowych w świecie**

| | | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Rezerwy dewizowe ogółem, (w mld SDR, stan na koniec roku) | | 1298,1 | 1486,3 | 1631,3 | 1771,7 | 2036,2 | 2413,8 | 2921,0 | 3348,0 |
| 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: zestawienie własne na podstawie: IMF (2007, Appendix I, s. 2–4).



Wyraźnie widać postępujący spadek roli dolara amerykańskiego w tych rezerwach. W 1999 r. udział ten wynosił 71%, a na koniec 2006 r. ukształtował się na poziomie 64,7%. W tym okresie zmniejszył się też udział jena japońskiego (z 6,4% do 3,2%), co było następstwem m.in. relatywnie niskiego oprocentowania aktywów nominowanych w tej walucie w związku z polityką praktycznie zerowych stóp procentowych, prowadzoną przez dłuższy czas przez Bank Japonii. Głównym czynnikiem osłabienia dolara i jena jako walut rezerwowych było jednak pojawienie się euro. Na koniec 1999 r. w walucie tej banki centralne utrzymywały 17,9% swych rezerw dewizowych. Było to nieco więcej, niż wynosiły w poprzednim roku łączne udziały tych walut zastąpionych przez euro, których używano jako walut międzynarodowych. Na koniec 1998 r. udział marki niemieckiej wynosił 13,8%, franka francuskiego 1,6%, guldena holenderskiego 0,3%. Jeśli uwzględni się jeszcze rezerwy utrzymywane w jednostce walutowej ECU (*European Currency Unit*), stanowiące na koniec 1998 r. 1,2% ogólnej kwoty rezerw dewizowych na świecie, to można stwierdzić, że euro uzyskało na początku swego istnienia status waluty rezerwowej odpowiadający w zasadzie łącznej pozycji wymienionych czterech walut (MFW 2007, s. 3). Należy jednak zauważyć, że w okresie od 1999 r. udziału euro w ogólnej kwocie rezerw dewizowych banków centralnych nie da się bezpośrednio porównać z łącznym udziałem wymienionych walut narodowych, gdyż po wprowadzeniu euro rezerwy poprzednio utrzymywane w tych walutach stały się aktywami wewnętrznymi.

Po 1999 r. rola euro jako waluty rezerwowej wzrastała, przy czym istotny wzrost nastąpił od 2002 r., co przynajmniej częściowo wiązało się z wprowadzeniem do obiegu banknotów i monet euro od stycznia tego roku. Główne znaczenie dla tego wzrostu zainteresowania banków centralnych rezerwami wyrażonymi w euro miały jednak czynniki o charakterze fundamentalnym, odnoszące się do dolara amerykańskiego, lub czynniki o charakterze instytucjonalnym. W przypadku nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej czynnikiem takim stało się rosnące zaangażowanie tych krajów w handel wewnątrz Wspólnoty i współpracę gospodarczą. Np. pod koniec 2006 r. Rumunia utrzymywała w euro 68% swych rezerw, Słowacja 69%, a Łotwa 46%. Z krajów spoza Unii zwracają uwagę: Chorwacja, gdzie udział rezerw nominowanych w euro wyniósł w tym czasie aż 85%, Algieria (60%) i Szwajcaria (47%). Euro odgrywa marginesową rolę w rezerwach krajów silnie powiązanych gospodarczo ze Stanami Zjednoczonymi, np. w Uru-



gwaju, gdzie udział tej waluty wynosi zaledwie 1%, natomiast udział dolara to aż 99% (EBC 2007, s. 46).

W jednym z opracowań przygotowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (Lim 2006) z ogółu krajów składających sprawozdania o strukturze walutowej swych rezerw dewizowych wyodrębniono dwie podstawowe grupy. *Pierwsza* to kraje europejskie otaczające strefę euro oraz wszystkie inne kraje świata, które powiązały swe waluty z euro (określone jako *euro area neighbouring regions*). *Druga grupa*, określana jako strefa dolara (*dollar area*), obejmuje Azję, kraje półkuli zachodniej oraz pozostałe kraje, które powiązały swe waluty z dolarem amerykańskim. Cechą charakterystyczną pierwszej grupy krajów jest wysoki udział euro w rezerwach dewizowych, wynoszący średnio około 58% (stan na koniec 2005 r.). Z kolei w przypadku drugiej grupy występował bardzo wysoki udział dolara amerykańskiego w tych rezerwach, przekraczający 75%. Podział na te dwie główne grupy wyraźnie wskazuje na istotny wpływ systemu kursowego na strukturę walutową rezerw dewizowych. Im silniejsze jest powiązanie danej waluty z walutą referencyjną (czyli im mniejszy jest przedział dozwolonych wahań kursu rynkowego w stosunku do kursu centralnego), tym większa część rezerw musi być utrzymywana w tej walucie referencyjnej.

Zależność ta wynika przede wszystkim z faktu, że utrzymanie założonego kursu waluty w ramach przyjętego systemu kursowego czasami wymaga podjęcia przez bank centralny interwencji na rynku walutowym. To z kolei oznacza konieczność posiadania przez tę instytucję odpowiednio dużych rezerw dewizowych w walucie referencyjnej, by móc ją wykorzystywać jako walutę interwencyjną. Wprawdzie interwencje w celu osiągnięcia lub utrzymania pożądanego poziomu kursu mogą być realizowane w różnych walutach, ale na ogół banki centralne preferują używanie do tego celu waluty referencyjnej, czyli waluty, w stosunku do której stabilizowana jest waluta krajowa. Banki centralne najczęściej nie publikują jednak informacji na temat walut wykorzystanych do przeprowadzenia operacji interwencyjnych. Z informacji posiadanych przez Europejski Bank Centralny (EBC 2007, s. 51) wynika, że banki centralne nowych krajów członkowskich, w szczególności tych, których waluty zostały włączone do ERM II, do przeprowadzania interwencji walutowych używały najczęściej euro. Ponadto banki centralne krajów spoza Unii, które powiązały swe waluty z euro, np. Chorwacji i Serbii, używały euro jako waluty interwencyjnej. EBC powołuje się także na ofi-



cialne oświadczenia banku centralnego Rosji, z których wynika, że także ta instytucja podejmowała interwencje w euro, by wpłynąć na kurs między rublem a euro, choć interwencje te były znacznie mniejsze niż w przypadku dolara amerykańskiego.

Rosnący deficyt bilansu obrotów bieżących oraz zadłużenie zagraniczne Stanów Zjednoczonych zwiększyły zainteresowanie banków centralnych dywersyfikacją struktury walutowej tych rezerw, polegającą na zmniejszeniu w nich roli dolara amerykańskiego i zwiększeniu innych walut. Spadek udziału dolara w strukturze walutowej rezerw dewizowych był jednak nie tylko wynikiem dążenia do dywersyfikacji, ale także obniżenia wartości aktywów dolarowych w rezerwach na skutek deprecjacji waluty amerykańskiej wobec euro i innych walut. Deprecjacja dolara z kolei była dodatkowym powodem tej dywersyfikacji. Spadek wartości rezerw utrzymywanych w walucie amerykańskiej stał się jednym z istotnych bodźców do przechodzenia na inne waluty w szczególności w przypadku krajów eksportujących ropę naftową. Postępujący wzrost cen tego surowca przyczynił się do zakułowania istotnych rezerw dewizowych m.in. przez Rosję. Według stanu na dzień 31 stycznia 2008 r. oficjalne aktywa rezerwowe tego kraju wyniosły 483,2 mld USD, w tym rezerwy dewizowe 373,1 mld USD. Uderza fakt wielokrotnienia rezerw dewizowych w ciągu ostatnich czterech lat, gdyż na koniec 2003 r. wynosiły one tylko 63,1 mld USD. Na koniec stycznia rezerwy dewizowe Banku Rosji stanowiły aż sześciokrotność rezerw z końca 2003 r.⁷ W trwającej od dłuższego czasu w tym kraju debacie na temat możliwości zmiany struktury walutowej oficjalnych rezerw dewizowych w celu powstrzymania erozji ich wartości z powodu deprecjacji dolara zgłaszano przede wszystkim postulat, by zmniejszyć w nich udział dolara (wynoszący w ostatnich latach około 70%), a zwiększyć udział euro (powyżej dotychczasowego poziomu około 30%). Niektórzy ekonomiści postulowali nawet odwrócenie tych proporcji, tak by euro stanowiło około 70% rezerw dewizowych Banku Rosji, a dolar amerykański około 30%. Wymagałoby to jednak uznania euro za główną walutę fakturowania eksportu rosyjskiej ropy i gazu. To z kolei wymagałoby radykalnej zmiany dotychczasowej praktyki polegającej na fakturowaniu tego eksportu głównie w dolarach. W 2003 r. centralne władze Rosji wyraziły nawet gotowość wsparcia takiej zmiany, jeśli byłoby nią zainteresowani importerzy, w szczególności z krajów europejskich.

⁷ http://www.cbr.ru/Eng/statistics/credit_statistics/print.asp?file=inter_res_08_e.htm#week



Zmiana taka mogłaby mieć istotny wpływ na kształtowanie się ogólnej wartości rezerw dewizowych, gdyż Europa jest głównym partnerem handlowym Rosji, a udział Stanów Zjednoczonych w rosyjskim handlu zagranicznym jest niewielki (rzędu 5%). W praktyce okazało się jednak, że rosyjskie przedsiębiorstwa eksportujące ropę naftową i gaz nie zdecydowały się na uznanie euro za główną walutę fakturowania w obawie przed stratami związanymi z ryzykiem kursowym. Notowania tych rosyjskich surowców są silnie powiązane z notowaniami ropy na rynku międzynarodowym, a te są prowadzone głównie w dolarach amerykańskich. Ponadto większość rosyjskich firm eksportujących ropę i gaz publikuje swoje sprawozdania finansowe zgodnie z określonymi międzynarodowymi standardami (*Generally Accepted Accounting Principles-GAAP* lub *International Accounting Standards – IAS*), co wymaga także używania dolara jako waluty fakturowania (International Petroleum Finance 2005, s. 1).

Na przykładzie Rosji, a także innych krajów eksportujących ropę, jak również inne surowce energetyczne i masowe towary rolne można zobaczyć, jak skomplikowana jest zmiana struktury walutowej oficjalnych rezerw dewizowych. Banki centralne zapoczątkowały dywersyfikację tych rezerw w kierunku walut innych niż dolar, w szczególności w kierunku euro. Rzeczywista struktura walutowa tych rezerw jest jednak znacznie bardziej uzależniona od takich czynników, jak waluta fakturowania dużej części eksportu towarów i usług, niż od działań banku centralnego na rzecz różnicowania tej struktury.

8. PERSPEKTYWY EURO JAKO PIENIĄDZA MIĘDZYNARODOWEGO

Z punktu widzenia stabilności gospodarki światowej nie jest pożądana gwałtowna zmiana obecnej pozycji głównych walut międzynarodowych. Skutkiem zbyt szybkiego przesunięcia międzynarodowego zapotrzebowania z dolara na euro mogłaby być dalsza aprecjacja euro, silnie zagrażająca pozycji konkurencyjnej krajów strefy euro. Należy też mieć świadomość, że wszelkie poważniejsze perturbacje w gospodarce Stanów Zjednoczonych, osłabiające pozycję dolara, dają wprawdzie szanse na wzrost znaczenia euro, ale niosą także wiele zagrożeń dla koniunktury gospodarczej na świecie.



Pożądana byłaby zatem taka ewolucja międzynarodowego systemu walutowego, która przyniesie wzrost znaczenia euro ze względu na umacnianie się gospodarki strefy euro jako całości, a nie z powodu jakichś wielkich problemów gospodarki amerykańskiej.

Międzynarodowa pozycja euro w przyszłości będzie także zależeć od tego, w jakim tempie będą się rozwijać takie kraje, jak Chiny i Indie. Z wielu prognoz wynika, że Chiny umocnią w nadchodzących latach swą pozycję w gospodarce światowej i handlu międzynarodowym. Mało prawdopodobne jest jednak, by w dającej się przewidzieć perspektywie waluta chińska stała się powszechnie używaną walutą międzynarodową. Zważywszy na fakt, że Chiny oraz inne kraje Azji Południowo-Wschodniej zakumulowały znaczną część międzynarodowych rezerw dewizowych nominowanych w dolarach, to od polityki tych krajów w dużym stopniu może zależeć los waluty amerykańskiej. Można oczekiwać, że kraje mające najwięcej rezerw dolarowych w przypadku dalszej deprecjacji tej waluty będą kontynuowały dywersyfikację walutową swych rezerw dewizowych. Nie należy się jednak spodziewać radykalnego przesunięcia na rzecz euro w krótkim czasie. Praktyka pokazuje, że dywersyfikacja rezerw dewizowych zależy od wielu czynników zarówno gospodarczych, jak i politycznych. W rezultacie rola walut międzynarodowych też zmienia się stosunkowo powoli. Harmonijny rozwój strefy euro w przyszłości jest głównym warunkiem umacniania się emitowanego przez nią pieniądza jako jednej z dwóch głównych walut na świecie.





BIBLIOGRAFIA

- 1 Bertuch-Samuels A., Ramlogan P. (2007), *The Euro: Ever Global*, "Finance & Development", Vol. 44, No. 1, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/03/bertuch.htm>
- 2 Białecki K., Januszkiewicz W., Oręziak L. (2007), *Leksykon handlu zagranicznego*, PWE, Warszawa.
- 3 Business World (2007), *Dollar stall currency of choice*, 17 October.
- 4 Chandler M. (2008), *Greenback`s international future not so dismal*, "Financial Times", 3 January.
- 5 Chintrakarn P. (2008), *Estimating the Euro Effects on Trade with Propensity Score Matching*, "Review of International Economics", Vol. 16, No. 1, s. 186–198.
- 6 ECB (2004), *Monthly Bulletin*, January, Frankfurt.
- 7 ECB (2007), *Review of the international role of the euro*, June, Frankfurt.
- 8 ECB (2008), *Monthly Bulletin*, January, Frankfurt.
- 9 Schieffer D. (2008), *How has the declining international value of the U.S. dollar affected your business operations?*, "Fedgazette", January, <http://www.minneapolisfed.org/pubs/fedgaz/08-01/voices.cfm>
- 10 Financial Times (2007), *It`s a multi-currency world we live in*, 27 December.
- 11 Goodhart CH., Persaud A., (2008), *How to avoid the next crash*, "Financial Times", 31 January.
- 12 IMF (2007) *Annual Report, Appendix*, International Monetary Fund, Washington D.C.
- 13 International Petroleum Finance (2005), *Dropping Dollar Prompts Russian Reserves Rethink*, 11 January.
- 14 Lachman D. (2007), *The real reforms needed to secure the euro`s future*, "Financial Times", 1 March.
- 15 Lim E.-G. (2006), *The Euro`s Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data*, "Working Paper", No. 06/153, IMF, Washington, D.C.
- 16 Oręziak L. (2003), *Euro – nowy pieniądz*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa,
- 17 Oręziak L. (2006), *System Rezerwy Federalnej jako bank centralny Stanów Zjednoczonych*, „Bank i Kredyt”, nr 9, dodatek.
- 18 Portes R. (2007), *Idea of euro displacing dollar as reserve currency can be dismissed*, "Financial Times", 29 November.
- 19 Rzeczpospolita (2008), *Biznes chce daty wejścia do euro*, 2 lutego.
- 20 The Economist (2004), *The disappearing dollar*, 4 December.





NBP

Narodowy Bank Polski