

Jacek Pera

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

STREFA EURO A GLOBALIZACJA STOSUNKÓW FINANSOWYCH

1. Globalizacja międzynarodowych stosunków i rynków finansowych

Dynamicznemu procesowi globalizacji gospodarki światowej towarzyszy globalizacja międzynarodowych stosunków i rynków finansowych¹ (trzeba pamiętać, że proces globalizacji w stosunkach i na rynkach finansowych rozpoczął się już po upadku systemu walutowego z Bretton Woods). Jest on częścią składową procesu globalizacji gospodarki światowej, a ciągle rosnący wzrost wymiany międzynarodowej implikuje wzrost obrotu i zapotrzebowania na globalny kapitał.

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

1) umiędzynarodowienie się finansów, dokonujące się poprzez liberalizację finansów międzynarodowych, wykształcenie się globalnego rynku finansowego i otwieranie się krajowych rynków finansowych,

2) integrację finansową, której głównym przejawem jest integracja walutowa w Europie oraz utworzenie strefy euro [Bilski 2006, s. 7 i 220]; tego rodzaju integracja finansowa jest klasycznym przykładem rynku zintegrowanego opartego na substytucyjności aktywów denominowanych w różnych walutach oraz arbitrażu stóp procentowych.

Globalizacji rynków finansowych towarzyszy szereg procesów: dalszy wzrost przepływów kapitałowych w skali międzynarodowej (integracja rynków świato-

¹ W niniejszym rozdziale rynek finansowy został określony jako: rynek walutowy, międzynarodowy rynek kredytowo-depozytowy (rynek eurowalutowy), międzynarodowy rynek obligacji z uwzględnieniem euroobligacji i obligacji międzynarodowych, międzynarodowy rynek akcji. Globalizacja rynków finansowych – proces powstawania jednolitego rynku finansowego w skali światowej, niepodzielonego granicami administracyjnymi i prawnymi. Globalizacja finansów – ujednoczenie zwyczajów i technik zawierania transakcji oraz warunków funkcjonowania podmiotów rynku.

wych, będąca częścią procesu globalizacji oznacza przede wszystkim swobodę przepływu kapitału pomiędzy krajami); integracja rynków finansowych (w Europie w ramach strategii lizbońskiej jest realizowany tzw. plan działań w zakresie usług finansowych, Financial Services Action Plan, będący odpowiedzią na konieczność stworzenia zintegrowanego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej); dynamiczny wzrost inwestycji portfelowych krajowych i zagranicznych; wzrost udziału instytucji finansowych (głównie banków) i pozafinansowych (przedsiębiorstw) w pozyskiwaniu kapitałów o charakterze transgranicznym (inwestycje w akcje i dłużne papiery emitowane na rynkach zagranicznych); wzrost udziału derywatów (na skutek wzrostu ryzyka aprecjacji/deprecjacji walut)².

Pogłębieniem procesów globalizacji rynków finansowych i równocześnie implikacją wymienionych powyżej procesów jest liberalizacja krajowych i międzynarodowych rynków finansowych. Jest to w chwili obecnej proces niezwykle ważny z punktu widzenia funkcjonowania euro i dalszego rozwoju strefy. Jego kluczowe znaczenie przejawia się w następujących kwestiach: transgraniczności krajowych i międzynarodowych podmiotów finansowych, zmianie regulacji prawnych w funkcjonowaniu tych podmiotów, umiędzynarodowieniu roli rezydentów i nierezydentów. Najważniejszym jednak procesem, który rzutuje na proces globalizacji rynków finansowych, jest w chwili obecnej liberalizacja obrotów kapitałowych. W efekcie tego procesu nastąpiło przejście przez kraje rozwinięte do reżimów z płynnym kursem walutowym oraz utworzenie, a następnie rozszerzenie strefy euro.

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

Efekty globalizacji rynków i stosunków finansowych są różnorodne. Otwartość gospodarek i swoboda przepływów kapitałowych sprawiają, że inwestorzy lokują środki tam, gdzie mogą one wygenerować najwyższą stopę zwrotu, co skłania instytucje finansowe do zawierania transakcji na nowych, słabo rozwiniętych i nie płynnych rynkach. Sprzyja to wzrostowi płynności rynków finansowych i zmniejszeniu kosztów transakcyjnych [Rajan 2005].

Ważnym aspektem procesu globalizacji stosunków i rynków finansowych jest globalizacja jednego z ważnych segmentów tego rynku, a mianowicie rynku walutowego. W efekcie jego globalizacji w chwili obecnej można zaobserwować istotne

² Opisanym procesom towarzyszą inne, które ze względu na temat rozdziału nie będą omawiane, ale które mają istotny wpływ na globalizację stosunków finansowych. Do procesów tych zaliczyć można: postęp technologiczny w dziedzinie informatyki i telekomunikacji, dynamiczny przepływ informacji, globalizację poszczególnych części gospodarki narodowej, takich jak: handel, wiedza, kapitał, instytucje.

zmiany w procesie globalizacji międzynarodowych rynków finansowych. Do zmian tych w znaczącym stopniu przyczyniło się powstanie unii gospodarczo-walutowej, która, wydaje się, przyspieszyła proces wykształcenia się globalnego rynku finansowego. Powstanie i rozwój strefy euro przyczyniło się do przełamania hegemonii w finansach międzynarodowych dolara amerykańskiego, a to w dalszej kolejności wzmocniło proces globalizacji monetarnej.

Integracja walutowa w ramach Unii Europejskiej zmieniła w znacznym stopniu układ sił w finansach międzynarodowych, przyczyniając się do powstania dwóch wyraźnych centrów/ośrodków globalnych na rynku finansowym: euro i dolara. Siła oddziaływania na finanse światowe i systemy walutowe tych dwóch ośrodków powoduje wzajemną równowagę i symetryczność. Globalna, międzynarodowa pozycja euro powoli, ale systematycznie zaczyna się umacniać. Świadczy o tym chociażby występowanie już w chwili obecnej głębokości i płynności rynków finansowych w obrębie strefy euro oraz fakt, że euro stało się ważną walutą emisji papierów dłużnych na globalnym rynku finansowym.

Funkcję globalnej waluty, jaką może już niedługo sprawować euro, w chwili obecnej ograniczają jeszcze: stosunkowo wysokie deficyty fiskalne w poszczególnych krajach strefy, brak dostatecznej elastyczności na rynku usług i produktów w strefie, brak odporności strefy na powiększenie się jej o nowe kraje członkowskie poprzez efekt specjalizacji. Chinn i Frankel [2005] przewidują, że jeżeli globalne nierównowagi doprowadzą do deprecjacji dolara amerykańskiego lub odpowiednia liczba krajów wejdzie do strefy euro (w tym Wielka Brytania), to po 2020 r. euro zastąpi dolara – jako główna waluta rezerwowa świata.

Mimo niewątpliwych pozytywów – globalizacja stosunków i rynków finansowych przynosi i przynosić będzie na poszczególnych etapach integracji również negatywne skutki. Głównym zagrożeniem procesu globalizacji rynków finansowych są: ataki spekulacyjne; stadne zachowania inwestorów; wystąpienie pokusy nadużycia; kryzysy walutowe wywołane powyższymi czynnikami, ale również *emergency markets* (w tym kontekście: rynki finansowe niebezpieczne, na których występuje duże ryzyko inwestowania); kryzysy bankowe spowodowane różnicowaniem i niestabilnością stóp procentowych; zmniejszenie liczby instrumentów finansowych (na skutek procesu liberalizacji), czego efektem stają się boomy kredytowe, w rezultacie których często występują kryzysy bankowe; zwiększenie udziału obcego kapitału w lokalnych rynkach finansowych (w czego efekcie wzrost poziomu stóp procentowych w innym kraju może spowodować odpływ kapitału krótkookresowego, a w konsekwencji wzrost stóp procentowych i zmniejszenie płynności na rynku lokalnym); konkurencyjność banków (często instrumenty finansowe, którymi handlują, stają się coraz bardziej złożone, a przez to mniej płynne i bardziej ryzykowne); tworzenie konglomeratów finansowych (które w sytuacji kryzysu gospodarczego stanowią często źródło jego przenoszenia między rynkami); centralizacja zarządzania ryzykiem finansowym (skutkiem tego procesu jest przenoszenie aktywności z małych rynków lokalnych na rynki silniej rozwinięte).

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

- 1) pogłębiona globalizacja i integracja stosunków i rynków finansowych,
- 2) wprowadzenie euro na rynki międzynarodowe i umocnienie roli i pozycji tej waluty w świecie oraz wyraźne ukształtowanie się bipolarności w strukturze aktywów rynku finansowego,
- 3) powstanie i ugruntowanie się nowych ośrodków/centrów walutowych na świecie (w tym powstanie nowych walut) z punktu widzenia procesu globalizacji walut.

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

2. Euro jako pieniądź globalny i międzynarodowy

Skutkiem wprowadzenia euro w ujęciu międzynarodowym i globalnym będzie na pewno zwiększenie międzynarodowej roli unii gospodarczo-walutowej (UGW) i suwerenności Europy w dziedzinie monetarnej, a także zmiany w handlu zagranicznym i na rynkach finansowych (choć nie będą to oczywiście skutki natychmiastowe). Ważną kwestią w tym zakresie będzie powiązanie krajowych systemów pieniężnych i kursowych z euro (w zakresie: referencyjności waluty, miernika kursu walutowego, interwencyjności, inwestycyjności, rezerwowym).

Czynnikami określającymi międzynarodową rolę euro są:

- rozmiary gospodarki obszaru walutowego (wysoki PKB, liczność populacji – podstawowe wskaźniki porównywalne np. z gospodarką i obszarem USA),
- polityka gospodarcza krajów obszaru walutowego, zapewniająca stabilność waluty: duże uprawnienia Europejskiego Systemu Banków Centralnych (EBC), polityka pieniężna skoncentrowana na działaniach antyinflacyjnych, rynkowe instrumentarium EBC, stabilna polityka pieniężna i fiskalna (uregulowania poprzez kryteria konwergencji i Pakt stabilności i wzrostu),
- efektywność i konkurencyjność rynku finansowego obszaru walutowego (swoboda przepływów + wspólny pieniądź).

Podstawą zwiększenia zastosowania euro jako pieniądza międzynarodowego jest fakt, że strefa euro jest największym eksporterem na świecie (przez eksport ze strefy euro jest tu rozumiana 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. Uczestnicy obrotu międzynarodowego mogą mieć zatem pewność, że w strefie euro nie może wystąpić nadmierna inflacja [Chinn, Frankel 2005, s. 14].

Rynek finansowy strefy euro rozwija się bardzo dynamicznie, lecz nie jest jeszcze w pełni zintegrowany. W ostatnich latach zintensyfikowano jednak proces usuwania istniejących jeszcze utrudnień prawnych, instytucjonalnych i administracyjnych, dążąc do rzeczywistego scalenia rynków krajowych w jeden wielki rynek finansowy. Eliminacja tych barier przyczyni się do dalszego wzrostu konkurencji na całym unijnym rynku, co będzie dodatkowym bodźcem do jego rozwoju. Należy jednak zauważyć, że potencjał rynku finansowego strefy euro, a szerzej całej Unii Europejskiej, jest wyraźnie mniejszy niż potencjał rynku finansowego Stanów Zjednoczonych. Na rzecz unijnego rynku przemawia to, że podlega on odpowiedniemu nadzorowi ze strony instytucji państwowych, opartemu na wspólnych regulacjach. W dającej się przewidzieć perspektywie rynek ten nie będzie w stanie osiągnąć takiej wielkości, jak rynek amerykański, co może spowolnić międzynarodowe zastosowanie euro [Chinn, Frankel 2005, s. 14-15].

Czynnikami określającymi globalną pozycję euro są:

- w zakresie handlu zagranicznego: udział UGW w całości obrotów handlu zagranicznego (np. na tle gospodarki USA); zastąpienie dotychczasowych walut przez euro i przejęcie po nich ich „terytoriów wpływów” (rozszerzenie strefy euro pod kątem transakcyjnym, fakturowym i inwestycyjnym – na kraje będące w strefie euro, ale również te kraje, które są poza strefą); oddziaływanie siłą konwergencji w ramach UGW na państwa trzecie: siła perswazji podmiotów UGW, jako największego bloku w zakresie handlu zagranicznego na świecie, w kontaktach z partnerami z państw trzecich („zmuszanie” do używania waluty „większego”);
- w zakresie rezerw dewizowych: rosnąca rola euro i słabnąca dolara amerykańskiego; systematyczny spadek udziałów złota w rezerwach walutowych na świecie; wzrastająca chęć dywersyfikacji portfela rezerw w gospodarkach światowych (zapowiedź przeniesienia walutowych rezerw stabilizacyjnych z dolara amerykańskiego na euro – np. dotyczy to Chin) i słabnącej roli dolara amerykańskiego (z uwagi m.in. na kryzys w USA) na rzecz euro; udział euro w rezerwach walutowych państw Europy Środkowo-Wschodniej oraz krajów śródziemnomorskich będzie wzrastał z uwagi na chęć akcesji do Unii Europejskiej i UGW pozostałych krajów z tego obszaru lub ich chęć współpracy ze Wspólnotą;
- w zakresie międzynarodowych rynków finansowych: obniżenie kosztów transakcyjnych w krajach, które rozliczają się w euro (przyczyniają się do tego: powszechność, liczba i wolumen transakcji); wystąpienie efektu skali; rosnąca rola euro i malejąca dolara amerykańskiego w transakcjach na rynku finansowym (głównie z względu na ryzyko i opłacalność inwestycji); nowe wymagania w stosunku do sektora bankowego, w efekcie czego nastąpiło wzmocnienie pozycji konkurencyjnej banków (zaostrenie kryteriów); wzmocnienie kapitałowe (na skutek inwestycji i transakcji dokonywanych w euro); zwiększenie uniwersalności banków (rozszerzenie oferty bankowej, z jednoczesną unifikacją); zaostrenie polityki kredytowej, a tym samym minimalizacja ryzyka (poprzez wprowadzenie nowych zasad związanych z udzielaniem kredytów – Bazylea II);

ułatwienia legislacyjne poprzez zastosowanie Drugiej dyrektywy bankowej (wprowadzenie zasady: bank, który uzyskał pozwolenie na prowadzenie działalności bankowej w swoim kraju, nie potrzebuje dodatkowego zezwolenia na prowadzenie tej działalności w krajach Unii Europejskiej); ograniczenie dowolności w kształtowaniu długu publicznego przez poszczególne państwa z uwagi na kryteria konwergencji i Pakt stabilności i wzrostu (oszacowanie wysokości długu publicznego na bezpiecznym, optymalnym poziomie); zwiększenie płynności (poprzez wprowadzenie i ujednoczenie instrumentów finansowych – w tym głównie instrumentów pochodnych), efektywności i głębokości rynku (wprowadzenie zasad i regulacji prawnych ułatwiających prowadzenie rozliczeń w euro); większe otwarcie rynku na finansowanie międzynarodowe (dopuszczenie do rynku nowoczesnych instrumentów finansowych oraz obcego kapitału); możliwości integracji rynku akcji (głównie poprzez: *multilisting*, skoncentrowanie obrotów na wielkich giełdach europejskich, skoncentrowanie obrotów na giełdach kraju emitenta); likwidacja ryzyka kursowego (poprzez wprowadzenie mechanizmów stabilizujących); koncepcja giełd paneuropejskich (poprzez lokalne, regionalne łączenie giełd po to, by wzmocnić je kapitałowo – przykładem może tu być koncepcja połączenia giełd w Warszawie, w Pradze i w Budapeszcie); dopuszczanie papierów wartościowych do publicznego obrotu (papierów wartościowych z krajów członkowskich, denominowanych w euro); obowiązek informacyjny emitenta i nabywcy papierów wartościowych (unifikacja zasad rynku kapitałowego w UGW); funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych (ujednoczenie zasad funkcjonowania i ich dostępność na obszarze Unii); pośrednictwo w obrocie papierów wartościowych (wprowadzenie procedur ułatwiających dystrybucję papierów wartościowych na obszarze Unii); wzajemne uznawanie dokumentów dopuszczających papiery wartościowe do obrotu (ujednoczenie procedur, dzięki czemu następuje ich szybsza dystrybucja); przeciwdziałanie praniu brudnych pieniędzy (ujednoczenie procedur w tym względzie, poprzez ustalenie jednej kwoty, powyżej której rozpoczyna się procedura pralni); integracja rynków giełdowych w UE (głównie poprzez: integrację platform obrotów, demutualizację – nie trzeba być członkiem giełdy, aby prowadzić na niej obrót, wystarczy mieć dostęp do platformy obrotu, izby rozliczeniowe: dwie koncepcje rozliczeń: *clearstream* i *euroclear*, nadzór: typy nadzoru, w UE obowiązuje zasada kontroli według kraju emitenta).

Międzynarodową i globalną rolę euro można określić i zbadać również za pomocą tzw. macierzy Cohena³.

³ Benjamin Cohen z University of California w Berkeley – autor macierzy definiującej funkcje, jakie powinna spełniać waluta pretendująca do odgrywania znaczącej roli w międzynarodowym systemie walutowym. Punktem wyjścia dla macierzy Cohena są podstawowe funkcje pieniądza w sferze oficjalnej i prywatnej. W efekcie otrzymuje się następujące funkcje: waluty interwencyjnej, waluty rezerwowej, miernika wartości kursów (pochodne zastosowania pieniądza w sferze oficjalnej) oraz funkcje waluty inwestycyjnej, waluty przejścia na rynkach walutowych oraz waluty fakturowania (pochodne zastosowania pieniądza w sferze prywatnej).

A. Euro jako waluta rezerwowa

Jest to najbardziej rozpowszechniony sposób mierzenia zastosowania danej waluty w sferze oficjalnej – poprzez zestawienie jej w całości rezerw walutowych wszystkich banków centralnych skupionych wokół strefy. W takim rozumieniu euro jest postrzegane jako waluta rezerwowa (jak już wspomniano wcześniej, Chiny zgłosiły zapowiedź przeniesienia swoich rezerw walutowych z dolara amerykańskiego na euro), która może podważyć w tej kwestii dominującą rolę dolara amerykańskiego. Co ważne, polityka i strategia monetarna EBC ukierunkowana jest na wyprowadzenie euro poza granice strefy (w przeciwieństwie np. do polityki banku centralnego Japonii czy Szwajcarii), wykorzystując przy tej okazji siłę i wielkość „eurolandu” (którego potencjał będzie rósł proporcjonalnie do procesu akcesji nowych członków). Przy tej okazji nie można zapomnieć, że jednym z celów jednolitego rynku jest przecież posiadanie przez Unię Europejską jednej waluty o zasięgu międzynarodowym i globalnym.

Dane zawarte w tab. 1 wyraźnie wskazują na tendencję spadkową w przypadku dolara amerykańskiego i jena japońskiego na rzecz euro. Ta tendencja świadczy o rosnącej roli euro w świecie, w aktywach walutowych poszczególnych krajów w postaci rezerw walutowych. Posiadanie przez kraj rezerw walutowych w danej walucie musi być oparte na czynniku ekonomicznym, czyli na uzyskiwaniu zysku, a nie straty z tytułu denominowania rezerw w danej walucie. Dlatego też istotna jest długofalowa pozycja danej waluty i jej aktywa na rynku międzynarodowym. W przypadku euro można zaobserwować rosnące zainteresowanie dywersyfikacją walut ze strony banków centralnych – głównie dolara amerykańskiego (ze względu na słabą pozycję tej waluty na rynkach międzynarodowych, spowodowaną kryzysem *subprime*) na rzecz euro. Ostateczna pozycja euro w przypadku analizy tego czynnika będzie zależać od dochodowości aktywów denominowanych w tej walucie. Czynniki strategiczny związany jest bezpośrednio z zasięgiem terytorialnym/geograficznym

Tabela 1. Wielkość i struktura walutowa oficjalnych rezerw dewizowych ogółem w świecie (w mld SDR)

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

Źródło: [Oręziak 2008, s. 25].

danej waluty. Im zasięg ten będzie większy, tym waluta będzie miała większe znaczenie – w przypadku euro – jako waluta rezerwowa.

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

B. Euro jako waluta zaczepu (miernik kursów)

Szansa, aby euro stało się walutą zaczepu/miernikiem kursów, jest w chwili obecnej niewielka (jedynym czynnikiem, jaki przemawia za procesem miernika kursów, jest silne uwarunkowanie i powiązanie geograficzne – w takiej lub innej formie z euro zostały 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). Wynika to z faktu, że wiele krajów, głównie „surowcowych”, denominuje ceny surowców w walucie amerykańskiej. A to oznacza, że dolar amerykański ma nadal główną rolę w tym zakresie w gospodarce światowej. Analiza rynku światowego pokazuje, że kraje, których eksport składa się w dużej części z surowców, w dalszym ciągu dążą do powiązania swoich jednostek pieniężnych z walutą amerykańską (waluty takich krajów często są określane mianem walut surowcowych – *commodity currencies*).

C. Euro jako waluta interwencyjna

Waluta interwencyjna to taka, za pomocą której możliwe są do przeprowadzenia interwencje na rynku międzynarodowym, dokonywane przez władze danego kraju lub grupy krajów. I w tym aspekcie dominacja dolara amerykańskiego jest dotychczas niekwestionowana. Jednak nie jest ona już tak silna, jak np. w momencie wprowadzania po raz pierwszy euro do obiegu. Euro ma szansę bardzo szybko zdobyć w tym segmencie macierzy Cohena dominującą rolę, z uwagi na swój potencjał (duże rezerwy walutowe, jakie posiada EBC, i siła waluty)⁴. Do wzrostu znaczenia euro jako waluty interwencyjnej może przyczynić się również ścisła kooperacja walutowa w eurolandzie.

D. Euro jako waluta inwestycyjna

Zastosowanie euro jako waluty inwestycyjnej będzie uzależnione od stopnia płynności oraz poziomu i jakości usług finansowych – szczególnie w segmencie rynku kapitałowego. Strefa euro w chwili obecnej może konkurować z rynkiem

⁴ Interwencji walutowych z zastosowaniem euro można odnotować kilka. Do spektakularnych należy zapewne interwencja banku Japonii 18 czerwca 1999 r., ponieważ była to pierwsza interwencja z udziałem tej waluty. Kilku interwencji dokonał też EBC.

amerykańskim tylko w zakresie rynku obligacji rządowych. Sukces euro, jako waluty denominacji obligacji międzynarodowych, jest niepodważalny, a obligacje wyrażone w euro mogą stać się benchmarkiem światowego rynku kapitałowego. Wśród pozostałych rynków finansowych dominującą rolę w dalszym ciągu odgrywa rynek amerykański (taka sytuacja jest skutkiem modelu rynku kapitałowego, jaki dominował w Europie – opartego głównie na kredytach bankowych). Rynek akcji w Europie jest bardzo rozdrobniony – w USA jest wysoce skonsolidowany; rynek giełdowy w Europie charakteryzuje się wysokim stopniem niedokapitalizowania (świadczą o tym podjęte działania ze strony giełd w Warszawie, Pradze i Budapeszcie w kontekście konsolidacji) – w przeciwieństwie do rynku amerykańskiego; brak jednolitych procedur prawnych w zakresie emisji akcji na rynku europejskim; wszystkie wzorce instrumentów finansowych i kapitałowych pochodzą z rynku amerykańskiego (np. w zakresie opcji walutowych czy procesu sekurytyzacji) – są one w dalszym ciągu zaciągane przez poszczególne rynki europejskie.

Wymienione czynniki jednoznacznie świadczą o dominującej roli rynku amerykańskiego w zakresie inwestycji na rynku finansowym. Aby euro przejęło dominującą rolę w tym segmencie, konieczna wydaje się większa integracja w obszarze politycznym i ekonomicznym ze strony eurolandu.

E. Euro jako waluta fakturowania

Funkcja waluty związana z fakturowaniem wynika bezpośrednio z handlu międzynarodowego i dotyczy fakturowania eksportu i importu. W handlu międzynarodowym wyraźnie dotychczas rysowała się tendencja do fakturowania transakcji w walucie kraju eksportera. Ten czynnik macierzy Cohena jest nierozzerwalnie związany z zasadami i sposobami prowadzenia handlu międzynarodowego. Do najważniejszych zasad należy wymienić tu prawo Grassmana, w myśl którego handel towarami przemysłowymi między krajami wysoko rozwiniętymi jest rozliczany w walucie eksportera. Handel między krajami rozwiniętymi a krajami rozwijającymi się jest rozliczany w walucie tej pierwszej grupy państw. W przypadku handlu surowcami uczestnicy transakcji najczęściej odwołują się do dolara amerykańskiego, a także funta szterlinga – walut, w których denominowana jest większość surowców na świecie [Kowalewski 2001, s. 197]. Dane zawarte w tab. 2 wskazują na wysoki udział eksportu ze strefy euro w światowym eksporcie.

W przypadku importu towarów przez kraje strefy euro spoza Unii – wyraźnie widać dominację dolara. Dominację tę należy przede wszystkim uzasadnić znacznym udziałem ropy oraz innych surowców mineralnych w imporcie (co należy uznać za trwałą tendencję w tym zakresie). Fakt ten ostatecznie rzutuje wyraźnie na udział euro w procesie fakturowania handlu zagranicznego. Zastosowanie euro w handlu zagranicznym większości nowych krajów członkowskich Unii wzrastało dynamicznie od początku ich akcesji do Unii Europejskiej. Proces ten jest zrozumiały, ponieważ kraje te dążą do wejścia do strefy euro.

Tabela 2. Udział euro w fakturowaniu handlu zagranicznego w wybranych krajach strefy* w okresie 2006-2007 (w %)

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

*Zbadano dane dostępne, nie wszystkie kraje dostarczają dane na temat fakturowania.

**Wielkości w przedziale oznaczają dolną i górną granicę badanych wartości.

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

W procesie fakturowania w danej walucie istotny jest jeszcze tzw. efekt zewnętrzny sieci (*network externalities*), który polega na tym, że im więcej osób czy podmiotów używa danej waluty, tym bardziej staje się ona atrakcyjna dla innych. Efekt ten jest w dużej mierze pochodną zjawiska inercji, jakie występuje w każdym systemie walutowym. Jeżeli wśród uczestników zakorzeni się zaufanie do jednej waluty, to wolą oni posługiwać się nią niezależnie od kondycji gospodarki kraju emitującego tę walutę (szczególnie problem ten dotyczy rynku ropy naftowej i miedzi, rynku samolotów i statków, giełd towarowych) [Kowalewski 2001, s. 198].

Na rozwój i pozycję euro w zakresie fakturowania istotny wpływ ma fakt, że euroland w chwili obecnej jest największą potęgą pod względem udziału w światowym eksporcie. Ważną kwestią jest również dążenie przedsiębiorstw i firm z obszaru euro do stosowania tej waluty w rozliczeniach z resztą świata. Dałoby to tym podmiotom możliwość ograniczenia ujemnych skutków związanych z ryzykiem kursowym (im silniejsza będzie pozycja przetargowa eksporterów z krajów obszaru euro, tym łatwiej będzie im skłonić swoich partnerów biznesowych do akceptowania euro jako waluty fakturowania). Aby dokładnie zmierzyć poziom fakturowania w danej walucie, należy obliczyć tzw. wskaźnik umiędzynarodowienia waluty – *internationalization rate*⁵.

Dla euro – jako waluty, w której niewątpliwie proces fakturowania na rynku międzynarodowym zachodzi – istotne jest to, że wszystkie kraje Unii Europejskiej traktują ją jako walutę operacyjną na rynku wewnętrznym.

Kolejnym elementem osłabiającym pozycję euro w obszarze fakturowania jest inercja, która występuje w ramach systemu walutowego oraz w handlu zagranicznym. Liberalizacja dewizowa nie dotyczy UE i USA, ponieważ obydwa ośrodki

⁵ Wskaźnik ten oblicza się jako stosunek udziału handlu (eksportu) fakturowanego w walucie państwa X do udziału państwa waluty X w światowym handlu (eksporcie).

gospodarcze takich ograniczeń w praktyce nie stosują. Ważnym czynnikiem jest również dominacja waluty amerykańskiej w Azji Wschodniej, a więc w tym obszarze gospodarki światowej, gdzie wolumen handlu światowego jest jednym z najwyższych. Niemniej jednak w ostatecznym rozrachunku wzrost znaczenia gospodarki eurolandu w całości gospodarki światowej będzie zapewne prowadził do zwiększenia udziału euro jako waluty transakcyjnej w handlu międzynarodowym.

F. Euro jako waluta transakcyjna

Walutą transakcyjną jest każda waluta, która odgrywa istotną rolę na rynkach walutowych. Im rynek walutowy jest bardziej płynny, tym większe następuje zaangażowanie danej waluty w rynku, jako waluty transakcyjnej. Pozycja dolara amerykańskiego pozostaje w tej kwestii niezagrożona. W chwili obecnej – przyjmując nawet wielkości szacunkowe – wynosi ona 60% wszystkich transakcji na rynku walutowym na świecie⁶.

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

W oparciu jednak o powyższą analizę można jednoznacznie stwierdzić, że euro w chwili obecnej zaczyna odgrywać rolę waluty międzynarodowej – a w kontekście roli euro jako jednego z 4-5 centrów/ośrodków walutowych – waluty globalnej. Rola euro jako waluty międzynarodowej sukcesywnie wzrasta w relacji do innych walut międzynarodowych. To, jak szybko i trwale będzie postępował ten wzrost, będzie zależęć od odpowiedzi na następujące pytania:

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

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

⁶ Opracowanie własne na podstawie danych Banku Rozrachunków Międzynarodowych z siedzibą w Bazylei [*Committee on the Global...* 2007].

- skuteczność działań podejmowanych na rzecz poprawy międzynarodowej konkurencyjności obszaru euro,
- rozwój rynku finansowego na obszarze euro,
- umacnianie międzynarodowej wiarygodności działających na obszarze euro przedsiębiorstw i instytucji finansowych,
- pozycje innych głównych walut na rynku międzynarodowym [Oręziak 2004, s. 123].

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

Przejawem i konsekwencją globalizacji i umiędzynarodowienia europejskiego rynku finansowego było przyjęcie euro przez 12 krajów członkowskich Unii Europejskiej 1 stycznia 2002 r. oraz opracowanie procedur dalszego rozszerzania strefy euro (Rezolucja Parlamentu Europejskiego w sprawie rozszerzenia Strefy Euro 2006/2103 INI⁷).

Dalsze rozszerzanie strefy euro będzie bazować na następujących wyznacznikach:

- Opracowanie scenariuszy typu „big bang” dla nowych państw członkowskich (nowe państwo członkowskie może opowiedzieć się za scenariuszem „big bang”, czyli równoczesnym wprowadzeniem waluty i pieniądza gotówkowego. W tym scenariuszu okres przejściowy trwałby jedynie „jedną sekundę”. W konsekwencji przyjęcie euro jako waluty w danym państwie członkowskim pokryłoby się z wprowadzeniem banknotów i monet denominowanych w euro).
- Prawdopodobieństwo przystąpienia małych państw członkowskich do strefy euro wcześniej, przed większymi państwami (przykładem jest tu Słowacja, która przystąpiła do strefy z dniem 1 stycznia 2009 r., a wcześniej były to Cypr, Malta i Słowenia).
- W przypadku krajów Europy Środkowo-Wschodniej istotne jest stworzenie dalszych warunków instytucjonalnych i strukturalnych poprzez demonopolizację,

⁷ Rezolucja ta przypomina, że warunkiem przystąpienia do strefy euro jest spełnienie wszystkich kryteriów z Maastricht określonych w traktacie i w protokole w sprawie art. 121 traktatu: wysokiego stopnia stabilności cen, sytuacji budżetowej rządu bez nadmiernego deficytu, przynajmniej dwuletniego członkostwa w nowym mechanizmie wymiany (ERM II), stosowania normalnych granic wahań, konwergencji długoterminowych stop procentowych, zgodności systemu przepisów z traktatem z Maastricht, niezależnego banku centralnego oraz konwergencji gospodarczej. Rezolucja ta przypomina, że wszystkie państwa członkowskie korzystające z odstępstwa muszą spełnić kryteria z Maastricht przed przystąpieniem do strefy euro, a także, że wymogi przewidziane w Pakcie na rzecz stabilności i wzrostu znajdują zastosowanie wobec wszystkich państw członkowskich; wyraża przekonanie, że ocena stopnia przygotowania państw do przyjęcia euro musi opierać się na tych samych definicjach i zasadach, które zostały ustanowione w poprzednich raportach o konwergencji, co pozwoli zagwarantować ciągłość i równe traktowanie wszystkich państw członkowskich.

deregulację, zmniejszenie obciążeń podatkowych ludności i przedsiębiorstw, stworzenie sprawnego systemu prawa gospodarczego.

- Dalsza głęboka reforma finansów publicznych w pozostałych krajach aspirujących do strefy – głównie w zakresie obniżenia długu publicznego i deficytu budżetowego – oraz wprowadzenie mechanizmów, które zapobiegałyby w powstawaniu takich deficytów.
- W zakresie systemów finansowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – umocnienie autonomii banku centralnego.
- Dalsza modernizacja gospodarek będących poza strefą euro i utrzymywanie proeksportowej struktury produkcji.

Literatura

- Bernhard T., *Postępy nowych członków Unii Europejskiej w realizowaniu kryteriów konwergencji gospodarczej*, „Bank i Kredyt”, sierpień 2006.
- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006.
- Bukowski S.I., *Strefa euro*, PWE, Warszawa 2007.
- Chinn M., Frankel J., *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency?*, Newport, RI., 1-2 June 2005.
- Committee on the Global Financial System*, Bank of International Settlements no 9/2007.
- Kowalewski P., *Euro a międzynarodowy system walutowy*, Twiger, Warszawa 2001.
- Mishkin F., *Is financial globalization beneficial?*, Working Paper 11891, NBER 2005.
- Oręziak L., *Euro – pieniądź międzynarodowy*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 1.
- Oręziak L., *Euro nowy pieniądź*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Oręziak L., *Finanse Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Pszczółka I., *Euro a integracja europejskich rynków finansowych*, CeDeWu, Warszawa 2006.
- Rajan R., *Has financial development made the world riskier?*, Working Paper 11728, NBER 2005.
- Samborski A., *Rynek papierów dłużnych w krajach Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 5.

THE EURO ZONE AND THE GLOBALIZATION OF FINANCIAL RELATIONS

Summary

The paper is an attempt at giving a characterization of the euro zone based on the processes ongoing in the area: globalization of international relations and financial markets, growing geographical reach of euro use and the uniformity of the European financial market, all viewed as the aftermath of the gradual extension and globalization of the euro zone.

The entire analysis is set against the dynamics of financial markets globalization. The market globalization will bring about further extension of the euro zone.