

*Alojzy Z.Nowak**

Dolar czy euro pieniądzem przyszłości? (część 1)

Uwagi ogólne

1 stycznia 1999 r. w 11 krajach Unii Europejskiej wprowadzony został zapowiadany od wielu lat wspólny pieniądz – euro. Jeszcze nie tak dawno wielu ekonomistów, finansistów i bankierów jego wprowadzenie uważało za mało prawdopodobne. Wydawało się bowiem, że przywiązanie rządów oraz obywateli poszczególnych krajów europejskich do walut narodowych jest tak silne, że pomimo zaawansowanych procesów integracyjnych w Europie wprowadzenie i kreacja wspólnego pieniądza jest niemal niemożliwa. Tymczasem stało się inaczej – państwa Unii Europejskiej osiągnęły najwyższy poziom integracji ekonomiczno-walutowej właśnie poprzez wprowadzenie wspólnej waluty i podjęcie decyzji o prowadzeniu wspólnej polityki monetarnej przez nowo utworzony Europejski Bank Centralny. W rezultacie, szacuje się, że w pierwszym roku istnienia nowa waluta „obsłużyła” obrót towarami i usługami o wartości przekraczającej 6 000 mld dolarów.

Dodatkowo ta, jak niektórzy określają, „rewolucja monetarna” wykreowała drugi co do wielkości pod względem siły ekonomicznej (poza USA) obszar gospodarczy na świecie, obejmujący ponad 300 mln ludzi. Fakt ten staje się zatem nie tylko wyzwaniem ekonomicznym wobec dotychczas niekwestionowanej potęgi gospodarczej – Stanów Zjednoczonych, a w szczególności względem dolara amerykańskiego, ale także wobec bankierów, finansistów, menedżerów, inwestorów, analityków, prawników, polityków etc., którzy we wszystkich swoich kalkulacjach i analizach powinni uwzględniać fakt istnienia i funkcjonowania nowej waluty (i wspólnego obszaru walutowego, zwanego Eurolandem) oraz skutki jej wprowadzenia tak dla państw, jak i poszczególnych podmiotów gospodarczych biorących udział w wymianie międzynarodowej. Euro jest

* Prof. dr hab. **Alojzy Z.Nowak** – dyrektor Centrum Europejskiego oraz prodziekan Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego; kierownik Katedry Finansów Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L.Koźmińskiego w Warszawie.

obecnie oficjalną walutą w Austrii, Belgii, Finlandii, Francji, Niemczech, Irlandii, Włoszech, Luksemburgu, Holandii, Portugalii i w Hiszpanii, a od 1 stycznia 2001 r. także w Grecji.

W literaturze przedmiotu wprowadzenie euro traktowane jest z jednej strony jako ogromny sukces jednoczącej się Europy, które w efekcie ma poprawić efektywność gospodarowania poprzez zwiększenie konkurencyjności we Wspólnocie, a tym samym ma przyczynić się do wzrostu dobrobytu. Z drugiej zaś strony fakt ten określany jest często jako „krok w przepaść”, „droga w nieznaną”, „ślepa przyszłość”, „ślepa uliczka” itp. Ten bardzo szeroki rozrzut ocen stwarza potrzebę przeprowadzenia głębszej analizy tego – w pewnym sensie – fenomenu ekonomiczno-finansowego XX wieku, polegającego m.in. na dobrowolnej rezygnacji suwerennych państw z emisji własnego pieniądza, kształtowania jego ceny (a tym samym wpływania na stan koniunktury gospodarczej), rezygnacji z dochodów z senioratu itd. Wydaje się, że pełniejsze zrozumienie tego fascynującego zjawiska ułatwią odpowiedzi na następujące pytania:

Po pierwsze, czym jest euro?

Po drugie, czy euro może stać się pieniądzem europejskim lub wręcz światowym?

Po trzecie, jakie mogą być potencjalne skutki wprowadzenia euro dla świata, poszczególnych regionów i pojedynczych państw, w tym w szczególności dla Polski?

Odpowiedź na te pytania wymaga z jednej strony przedstawienia czynników określających międzynarodowy charakter pieniądza, a z drugiej – analizy przyczyn, warunków i skutków jego wprowadzenia. Zanim jednak to uczynimy, warto nieco bliżej przedstawić poszczególne etapy wprowadzania euro, obejmujące trzy fazy.

W fazie pierwszej, określanej jako „A”, Rada Europejska wybrała kraje, które spełniały odpowiednie kryteria ekonomiczne (poziom inflacji, stóp procentowych, deficytu budżetowego i zadłużenia publicznego oraz wielkość odchyłeń notowań kursowych) i wykazały zainteresowanie przystąpieniem do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW); utworzono Europejski Bank Centralny; dostosowano systemy prawne krajów przystępujących do potrzeb wprowadzenia wspólnej waluty; wydrukowano pierwsze banknoty oraz wybito pierwsze monety euro. Faza ta rozpoczęła się 2 maja 1998 r., a zakończyła 1 stycznia 1999 r.

W fazie drugiej „B”, która rozpoczęła się 1 stycznia 1999 r. i ma trwać maksimum 3 lata, wprowadzono w 11 krajach Unii Europejskiej wspólny pieniądz euro, który zaczął pełnić rolę prawnego środka płatniczego. Należy przy tym zauważyć, że aczkolwiek fizycznie pieniądz ten u podmiotów gospodarczych jeszcze się nie pojawił, to jednak wiele dużych koncernów przyjęło euro jako jednostkę rozliczeniową, choć nikt ich z mocy prawa do tego nie przymuszał.

Uczynił to np. niemiecki Daimler-Benz, francuski Alcatel, fińska Nokia, amerykański Chase Manhattan i inni. Warto w tym miejscu także podkreślić, że chociaż gospodarstwa domowe jeszcze się za pomocą euro nie rozliczają, to jednak nie świadczy to o niepowodzeniu jego wprowadzania, gdyż po pierwsze, rozliczenia pomiędzy podmiotami fizycznymi stanowią tylko niewielki procent rozliczeń w ogóle, a po drugie, mają one to dopiero uczynić w fazie „C”, czyli do roku 2002. W fazie „B” ustalane są także kursy walut krajów uczestniczących w relacji do euro. Podstawę ich ustalenia stanowi cena poszczególnych jednostek pieniężnych w relacji do dolara amerykańskiego w ostatnim dniu handlowym 1998 r. Faza ta jest także okresem przekazywania realizacji polityki pieniężnej przez banki centralne państw przystępujących do UGW Europejskiemu Bankowi Centralnemu, który jest sukcesorem Europejskiego Instytutu Monetarnego.

Faza „C”, zgodnie z założeniami dotyczącymi wprowadzenia Unii Gospodarczej i Walutowej, charakteryzować się będzie wprowadzeniem do obiegu monet i banknotów euro. Jednocześnie będzie to okres, w którym przynajmniej przez pewien czas funkcjonować będą równolegle (także w sensie fizycznym) waluty narodowe i wspólna waluta. Oznacza to, że konsumenci będą mogli dokonywać transakcji gotówkowych zarówno w walutach krajowych, jak i w euro, chociaż Europejski Bank Centralny będzie sukcesywnie wycofywał z obiegu waluty narodowe, tak aby pod koniec fazy „C” walutą w obiegu, powszechnie obowiązującą w Eurolandzie, pozostał euro. Ponieważ jednak przewiduje się, że faza ta trwać będzie od 1 stycznia 2002 r. do 1 lipca 2002 r., oznacza to, że waluty narodowe będą wymieniane na euro (w sensie technicznym) w poszczególnych bankach jeszcze przez wiele lat. Przyczyną tak krótkiego trwania fazy „C” są przewidywane wysokie koszty obsługi transakcji handlowych. Ich rejestr prowadzony będzie bowiem w tym okresie w co najmniej dwóch walutach. Niektóre kraje zamierzają zatem okres ten skrócić nawet do kilku tygodni (np. Francja zamierza dokonać przejścia na euro w ciągu 6 tygodni), a niektóre inne państwa uważają, że będą w stanie to uczynić nawet w ciągu tygodnia. Czy się tak stanie, pokaże rzecz jasna przyszłość.

Pieniądz krajowy a pieniądz międzynarodowy

Najogólniej można powiedzieć, że przez pieniądz krajowy rozumie się walutę, która jest powszechnie akceptowana i przyjmowana przez podmioty gospodarcze funkcjonujące na terytorium kraju, którego władza monetarna jest jej emitentem. Waluta spełnia cztery podstawowe funkcje: jest miernikiem wartości, środkiem cyrkulacji, środkiem gromadzenia rezerw oraz środkiem

płatniczym.¹ O tym, co pieniądzem jest, a co nim nie jest, stanowi władza monetarna danego kraju, wprowadzając dla swej waluty klauzulę, że jest jedynym prawnym środkiem płatniczym obowiązującym na terytorium państwa. Klauzula ta z jednej strony nakłada obowiązek przyjmowania regulacji zobowiązań za pomocą tego instrumentu finansowego, a z drugiej – czyni ów środek najbardziej płynnym instrumentem finansowym.

Władza monetarna ma zatem dyskrecyjną możliwość zamiany jednego pieniądza na inny, czyli jednej waluty na drugą. Z reguły jednak z możliwości tej korzysta bardzo rzadko (dzieje się tak zwykle w okresie wojen, okupacji jednego kraju przez inny, rewolucji, etc.), albowiem przy każdej takiej zmianie podmioty gospodarcze tracą zaufanie do danego środka płatniczego i władzy monetarnej, lokując swoje oszczędności w walutach, co do których stabilności mają większą pewność. Zjawisko takie może prowadzić do pojawienia się tzw. dwuwalutowości, czyli sytuacji, w której przynajmniej część oszczędności, powstałych w danym kraju lokowana jest w walucie innej niż narodowa. Dla państwa prowadzącego niezależną politykę gospodarczą ma to głębokie konsekwencje.

Po pierwsze, zjawisko takie ogranicza jego wpływ na kształtowanie polityki pieniężnej, czyli na określanie ilości pieniądza w obiegu, ustalanie poziomu kursów walutowych, stóp procentowych itd. Sytuacja taka oznaczać może także pojawienie się niekorzystnych zmian w sferze realnej. Chodzi tutaj zwłaszcza o wzrost inflacji, wywołanej nadmiernym popytem na pieniądz zagraniczny i w efekcie spadek poziomu inwestycji, konsumpcji i zatrudnienia, czyli pogorszenie stanu koniunktury gospodarczej.

Po drugie, w skrajnym przypadku zjawisko dwuwalutowości może prowadzić do wybuchu kryzysu walutowego, polegającego na ucieczce od pieniądza krajowego zarówno podmiotów zagranicznych, jak i krajowych. Mechanizm narodzin kryzysu walutowego, powodowanego ucieczką od pieniądza krajowego, jest stosunkowo prosty. Podmioty gospodarcze, które tracą zaufanie do stabilności danej waluty, a tym samym zaufanie do możliwości uzyskiwania odpowiednich dochodów z lokat poczynionych w tej walucie, zamieniają ją na walutę, co do której mają większe zaufanie. Doświadczenie pokazuje, że najbardziej wrażliwym na zaufanie do systemu bankowego i poszczególnych walut jest kapitał zagraniczny, w szczególności kapitał krótkoterminowy, który jeśli tylko zauważy obniżanie się dochodów z inwestycji poczynionych w daną walutę – „ucieka” od niej. Jeśli proces ten trwa stosunkowo długo, to podobnie czynią także podmioty gospodarcze (w tym gospodarstwa domowe) danego kraju. Wzrastający popyt na walutę zagraniczną, przy określonej jej podaży

¹ Ponieważ funkcje te są dobrze opisane zarówno w podręcznikach do ekonomii, jak i finansów, w niniejszym opracowaniu nie będę tego tematu szerzej rozwijał.

z jednej strony znacznie ją podraża, a z drugiej strony pojawiają się problemy nawet z jego „fizycznym” zaspokojeniem. Oznacza to zmniejszającą się płynność finansową danego systemu bankowego, która w skrajnym przypadku może przyjąć formę jego bankructwa.

Waluta innego kraju może jednak w określonych warunkach pełnić podstawowe swoje funkcje w skali szerszej niż krajowa, które jednocześnie oceniane są w sposób pozytywny. Chodzi tutaj o te funkcje pieniądza, które akceptowane są przez podmioty gospodarcze działające nie tylko na terytorium kraju będącego emitentem danej waluty, ale także prowadzące działalność gospodarczą poza jego granicami. Najczęściej za walutę międzynarodową uznaje się pieniądź, który w skali międzynarodowej spełnia funkcje:

- środka wymiany;
- jednostki rozliczeniowej;
- środka tezauryzacji.

Funkcje te są ze sobą ściśle powiązane i jak pokazuje tabela 1, realizowane są przez walutę międzynarodową zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym.²

Tabela 1. Podstawowe funkcje waluty międzynarodowej

Funkcja	Sektor prywatny	Sektor publiczny
Środek wymiany	Rozliczanie międzynarodowej wymiany handlowej i zobowiązań finansowych Waluta przejścia na rynkach walutowych Waluta równoległa w państwie trzecim	Interwencje na rynkach walutowych Oficjalne przepływy finansowe
Jednostka rozliczeniowa	Fakturowanie handlu zagranicznego Międzynarodowe transakcje finansowe Notowania cen towarów(np. surowców) na rynkach międzynarodowych	Punkt odniesienia dla systemów kursowych innych walut Kotwica stabilizacyjna
Środek tezauryzacji	Denominowanie instrumentów finansowych Alokacja portfelowa	Denominowanie oficjalnych rezerw międzynarodowych

² Szerzej na ten temat zob. m.in. P.B.Kenen, *The Role of the Dollar as an International Currency, Occasional Paper*, no. 13, New York 1983; P.Krugman, *The International Role of the Dollar. Theory and Prospects w: Currencies and Crises*, MIT Press, 1991; B.Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, London 1971; M.Friedman, *A Theoretical Framework for Monetary Analysis, NBER Occasional Paper*, no.112, New York 1971.

Źródło: P.Bekx, *The Implications of the Introduction of Euro for non-EU Countries*, *Euro Papers*, no. 26, July 1996, s.2; P.Krugman, *The International Role of Dollar. Theory and Prospects w: Currencies and Crises*. MIT Press, 1991 (cyt. za K.Szeląg, *Euro w roli waluty międzynarodowej*, „Bank i Kredyt”, grudzień 1998).

Z tabeli 1 wynika, że jako środek wymiany waluta międzynarodowa stanowi przede wszystkim jednostkę rozliczeniową w obrocie prywatnym i jednostkę interwencyjną na rynkach walutowych, wykorzystywaną w celu równoważenia bilansu płatniczego. Z funkcji rozliczeniowej wynika natomiast, że pieniądź międzynarodowy służy do fakturowania obrotów w handlu zagranicznym oraz notowania cen towarów i usług na rynkach międzynarodowych w obrocie prywatnym, a także stanowi tzw. kotwicę stabilizacyjną i punkt odniesienia dla systemów kursowych innych walut w sektorze publicznym. Funkcja tezauryzacji waluty międzynarodowej sprowadza się natomiast do denominowania instrumentów finansowych i alokacji portfelowej w sektorze prywatnym oraz wyceny oficjalnych rezerw międzynarodowych.³

Czynniki określające międzynarodowy charakter pieniądza

Wśród czynników najsilniej wpływających na międzynarodowy charakter pieniądza najczęściej wymienia się:

- wielkość Produktu Krajowego Brutto (PKB);
- udział danego kraju w handlu międzynarodowym;
- stabilność pieniądza (cen);
- duże i dobrze rozwinięte rynki finansowe.

Kształtowanie się podstawowych wielkości określających międzynarodowy charakter pieniądza w Eurolandzie w odniesieniu do Stanów Zjednoczonych, Japonii i Unii Europejskiej zaprezentowane zostało w tabelach 2 i 3.

Tabela 2. Porównawcze wskaźniki dotyczące Eurolandu

Kategoria	Unia Europejska	Euroland (11 państw)	USA	Japonia
Populacja (w mln)	374	290	268	126
Powierzchnia (w milach kwadratowych)	1 300 000	910 000	3 720 000	150 000
PKB (w mld USD)	8 093	6 309	7 819	4 223

³ Szerzej na ten temat zob. J.Frankel, *Still the Lingua Franca: The Exaggerated death of the Dollar*, „Foreign Affairs”, July-August 1995.

PKB per capita (w USD)	21 600	21 700	29 200	33 500
-----------------------------------	--------	--------	--------	--------

Źródło: Ch.N.Chabot, *Understanding the Euro*, New York 1999, s.16.

Tabela 3. Udział Eurolandu w gospodarce światowej (w wybranych dziedzinach)

Kategorie	<i>Euroland</i>	<i>USA</i>	<i>Japonia</i>
Eksport (w mld USD)	1 490	660	280
Import (w mld USD)	1 360	780	320
Udział w handlu światowym (w %)	18,6	18,3	10,3
Udział w światowym PKB (w %)	19,0	20,0	8,0
Kapitalizacja rynku akcji (w mld USD)	2 712	10 879	2 063
Kapitalizacja rynku obligacji (w mld USD)	4 700	10 200	4 100

Źródło: Obliczenia własne autora na podstawie danych: Eurostat, World Bank, Deutsche Bundesbank, Federation of European Stock Exchanges, New York and Tokyo Stock Exchanges, „*Die Woche*”.

Zaprezentowane w tabelach 2 i 3 wielkości z jednej strony potwierdzają silną pozycję dolara amerykańskiego na świecie, głównie ze względu na udział PKB Stanów Zjednoczonych w produkcie globalnym, udział USA w handlu międzynarodowym oraz ze względu na duże i dobrze rozwinięte rynki finansowe, mierzone w tym przypadku ich kapitalizacją wyrażoną w mld dolarów. Z drugiej zaś strony zaprezentowany materiał pozwala sądzić, że z tych samych powodów euro ma także szansę stać się pieniądzem międzynarodowym o szerokim znaczeniu. Udział Eurolandu w światowym PKB jest bowiem porównywalny z udziałem USA. W pierwszym przypadku wynosi on 20%, a w drugim 19%. Zbliżony jest także udział Stanów Zjednoczonych i 11 krajów Unii Gospodarczej i Walutowej w handlu międzynarodowym: Euroland – 18,6%, USA – 18,3%.

Występuje natomiast pomiędzy tymi podmiotami duże, prawie trzykrotne zróżnicowanie w zakresie kapitalizacji rynków finansowych. Przyczyną tego jest w głównej mierze przynależność większości krajów tworzących Euroland do tzw. niemieckiego systemu finansowego, opierającego się na bankowych (kredytowych) źródłach finansowania rozwoju gospodarczego, a nie na kapitale pozyskiwanym na anonimowych rynkach finansowych (jak ma to miejsce w systemie anglosaskim). Niejako więc z definicji, rynki finansowe w systemie

kontynentalnym są słabiej rozwinięte. Potwierdza to kapitalizacja⁴ rynków kapitałowych: w Niemczech – około 28%, we Francji – około 39%, w Japonii – około 65%, podczas gdy w USA wynosi ona około 90%. Dodatkowo niższa kapitalizacja w Eurolandzie w porównaniu z USA spowodowana jest także nieprzystąpieniem Wielkiej Brytanii do Unii Gospodarczej i Walutowej, a jak wiadomo, kraj ten jest filarem anglosaskiego systemu finansowego z najlepiej rozwiniętymi rynkami finansowymi i kapitalizacją szacowaną na ponad 160%.

Warto wszakże zauważyć, że udział obligacji denominowanych w dolarach amerykańskich na międzynarodowych rynkach finansowych spada od wczesnych lat 80. – dla przykładu w 1985 r. wynosił on około 62% , a w 1997 r. szacowano go już tylko na około 38%,⁵ podczas gdy w tym samym okresie udział obligacji denominowanych w walutach europejskich i jenach japońskich wzrósł do około 16%.⁶ Proces ten nie oznacza rzecz jasna pojawienia się szybkiej możliwości uzyskania bezwzględnej przewagi strefy euro nad strefą dolarową w obrocie obligacjami, w szczególności obligacjami emitowanymi przez rządy. Z jednej strony bowiem w dalszym ciągu nie ma zunifikowanego rynku obligacji w Eurolandzie, a z drugiej – w dającej się przewidzieć przyszłości nie będzie też prawdopodobnie jednego rządu federalnego w Unii Europejskiej, który mógłby stać się głównym emitentem tego typu papierów wartościowych. Obecnie szacuje się, że obligacje wyemitowane przez państwa członkowskie UE dla sfinansowania swego długu publicznego stanowią około 2/3 wartości obligacji wyemitowanych w tym samym celu w USA.⁷

Jeśli zauważymy przy tym, że w krajach Unii Europejskiej występuje w tym zakresie bardzo słaba dywersyfikacja, polegająca na zakupie tylko w niewielkim stopniu tych zagranicznych aktywów przez inwestorów krajowych (z wyjątkiem Wielkiej Brytanii i Holandii), to oznacza to, że istnieje potencjalnie duży rynek obligacji w Eurolandzie. Tezę tę potwierdzają także ostatnie badania przeprowadzone wśród europejskich inwestorów instytucjonalnych, a dotyczące preferencji inwestowania. Uzyskane rezultaty wskazują, że w pierwszym rzędzie będą oni zainteresowani inwestycjami w papiery rządowe emitowane przez kraje Unii Gospodarczej i Walutowej, a dopiero w drugiej kolejności w obligacje denominowane w dolarach amerykańskich. Dodatkowo oczekuje się, że także amerykańscy inwestorzy instytucjonalni (którzy obecnie zainteresowani są głównie obligacjami własnego rządu) wykażą w przyszłości większe zainteresowanie euroobligacjami. Zależy to od tego, czy Europejski Bank Centralny

⁴ Kapitalizacja rozumiana jest jako wielkość obrotów na rynkach kapitałowych pomnożona przez ich cenę i podzielona przez Produkt Krajowy Brutto.

⁵ Por. R.Portes, H.Rey, *The emergence of the euro as an international currency*, „*Economic Policy*”, April 1998.

⁶ *International Banking and Financial Market Development*, BIS, August 1997.

⁷ Tamże.

będzie prowadził odpowiednią politykę w tym względzie,⁸ odznaczającą się głównie wyższymi niż w USA stopami procentowymi, a tym samym przy zbliżonej inflacji obligacje denominowane w euro mogłyby charakteryzować się wyższymi stopami zwrotu. Czy tak się stanie, pokaże najbliższa przyszłość.

Pozycja dolara USA jest na świecie wciąż bardzo silna. (Niektórzy twierdzą, że nawet za silna w stosunku do potencjału gospodarczego Stanów Zjednoczonych.) Rolę dolara amerykańskiego na tle innych najważniejszych walut współczesnego świata obrazuje tabela 4.

Tabela 4. Znaczenie głównych walut międzynarodowych na rynku światowym w 1998 r. (w %)

Nazwa waluty	Sektor publiczny		Sektor prywatny				
	Zagraniczne rezerwy dewizowe	Kotwica walutowa	Środki płatnicze na rynkach walut	Depozyty bankowe	Kredyty bankowe	Emisja bonów	Jednostka rozliczeniowa
USD	58,9	30,3	42,0	50,8	69,8	45,0	48,0
DM	13,6	4,5	18,5	14,8	3,3	16,8	17,0
Jen	6,0	0	12,0	5,5	0,2	4,5	5,0
Funt bryt.	3,4	0	5,0	8,0	15,6	8,9	15,0
Frank fran.	1,6	22,7	4,0	4,0	5,3	6,4	bd
Frank szwajc.	0,7	0	3,5	4,1	1,1	2,6	0
Ecu	5,9	0	1,0	1,6	0,8	1,3	bd
Inne	9,5	42,4	14,0	11,2	3,9	14,5	bd

Źródło: D.Salvatore, *The Euro as an International Currency* (materiały IV konferencji ECSA), Bruksela 1998.

⁸ Zob. P.Artus, *L'euro, la diversification de portefeuille et la gestion des reserves*, Document de Travail 1997-09/EI, Caisse des Depots et Consignations, Paris 1997.

Jak wynika z tabeli 4, w 1998 r. aż 58,9% rezerw dewizowych utrzymywanych było w USD,⁹ dla ponad 30% krajów wymagających stabilizacji walutowej dolar amerykański stanowił kotwicę walutową. W walucie amerykańskiej zdeponowana była także ponad połowa aktywów, a jednocześnie była ona podstawową walutą, w której udzielano kredytów (69,8%) oraz jednostką rozliczeniową (48% transakcji handlowych). W dolarach rozliczane jest także około 83% obrotów na rynkach walutowych. Dla porównania – w markach niemieckich rozliczane jest około 37% transakcji walutowych; w innych walutach ze strefy euro około 21%, a w jenach japońskich około 24%.¹⁰

Spośród pozostałych walut o charakterze międzynarodowym, w 1998 r. znaczącą rolę zarówno w sektorze publicznym, jak i prywatnym odgrywała jedynie marka niemiecka. Pozostałe waluty, a w szczególności jen japoński, funt brytyjski i frank francuski miały wprawdzie istotne znaczenie w handlu światowym, ale nieporównywalnie mniejsze niż dolar amerykański czy nawet marka niemiecka.

Kolejnym czynnikiem uznawanym powszechnie za podstawowy przy określaniu międzynarodowego charakteru pieniądza jest stabilność cen, mierzona indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych. Dane empiryczne wskazują, że w przypadku analizowanych krajów jest ona zbliżona, co prezentuje tabela 5.

Tabela 5. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych w wybranych krajach i ugrupowaniach w latach 1996-2001 (zmiana w %)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
<i>OECD</i>	2,0	2,0	1,2	1,4	1,8	1,6
USA	2,9	2,3	1,6	2,2	2,6	2,2
Kanada	1,6	1,4	1,0	1,6	1,8	2,0
Japonia	0,1	1,7	0,6	-0,4	0,1	0,2
UE	2,1	1,8	1,4	1,2	1,5	1,6
Niemcy	1,3	1,5	0,6	0,4	1,2	1,4
Francja	2,0	1,3	0,7	0,5	1,0	1,4
Włochy	3,8	1,7	1,7	1,6	1,4	1,4
W.Brytania	2,4	2,8	2,7	2,3	2,5	2,0

⁹ Wydaje się, że należy jednak podkreślić, że w 1973 r. w dolarach USA utrzymywanych było ponad 76% rezerw dewizowych – wyraźny jest więc spadek znaczenia dolarów w tej dziedzinie i wzrost znaczenia innych walut, w szczególności marki niemieckiej (której udział w rezerwach dewizowych wzrósł z 7,1% w 1973 r. do 13,6% w 1998 r.) oraz jena japońskiego, którego udział wzrósł z poziomu prawie zerowego w 1973 r. do 6% w 1998 r. Nastąpił także istotny wzrost udziału w rezerwach dewizowych innych walut europejskich – z ok. 14,3% w 1973 r. do ok. 21,9% w 1997 r.

¹⁰ R.Portes, H.Rey, op.cit., s.311.

Rosja	47,7	14,8	27,7	90,0	20,0	11,0
Chiny	8,3	2,8	-0,8	-1,6	1,0	1,0

* – prognozy

Źródło: MFW (cyt. za *Polska gospodarka. Tendencje, oceny, prognozy*, CASE, nr 3/1999).

Przedstawione w tabelach 4 i 5 dane dowodzą, że w latach 1996-1999 najbardziej stabilne ceny pośród analizowanych krajów miały Niemcy, gdzie poziom inflacji w ciągu roku nie przekroczył 1,5%. I chociaż w całej Unii Europejskiej wskaźnik ten był nieco gorszy niż w Niemczech, to jednak był lepszy niż w USA. Pomimo tego faktu pierwszoplanową rolę na świecie odgrywał dolar amerykański, a nie marka niemiecka czy ecu. Oznacza to, że żaden ze wspomnianych wyżej czynników określających międzynarodowy charakter pieniądza nie może być traktowany oddzielnie, a wręcz przeciwnie – powinny one być analizowane razem. Ponadto, tak jak to ma miejsce np. w przypadku franka szwajcarskiego, mogą zaistnieć inne przyczyny, które podnoszą rangę waluty krajowej do waluty zagranicznej. Mam tutaj na myśli przyjęcie tej waluty do prowadzenia rozliczeń międzynarodowych przez Chiny, co, jak można przypuszczać, wynikało raczej ze względów politycznych niż gospodarczych. Efekt jednak jest taki, że pieniądz narodowy tego niewielkiego kraju stał się szóstą walutą współczesnego świata (por. tabela 4).

Korzyści i koszty dla kraju posiadającego walutę międzynarodową

Najczęściej wskazuje się na dwa rodzaje korzyści, które uzyskuje kraj posiadający pieniądz międzynarodowy. Należy do nich uzyskiwanie efektów ekonomicznych i politycznych. Wśród tych pierwszych na szczególną uwagę zasługują tzw. dochody z senioratu. Rozumiane są one jako nieoprocentowane pożyczki udzielane krajowi posiadającemu walutę międzynarodową. Ekonomiczny sens tego typu pożyczki polega na tym, że kraj dysponujący walutą cieszącą się zaufaniem poza jego granicami, nabywa towary i usługi bez konieczności produkcji, a następnie eksportu innych towarów i usług – z reguły na swoim terytorium – po to, aby uzyskać środki finansowe na zakup towarów i usług produkowanych za granicą. Dla przykładu Stany Zjednoczone uzyskują z tego tytułu corocznie ponad 15 mld dolarów, które mogą być wydatkowane na zakup towarów i usług za granicą. Dodatkowo wykorzystanie dolara amerykańskiego jako waluty międzynarodowej obniża koszty kredytów w USA o około 25-50 punktów bazowych, co daje kolejne 10-15 mld dolarów.¹¹

¹¹ Por. D.Salvatore, op.cit., s.9; P.Artus, *A strong or weak euro?*, Document de Travail 1996-09/EI, Caisse des Depots et Consignations, Paris 1996; D.Kuntz, *The fall of the dollar order: the world the United States is loosing*, „Foreign Affairs”, wersja internetowa 1995; R.McKinnon,

Seniorat daje także możliwość krajowi posiadającemu walutę międzynarodową obniżenia wartości zaciągniętej pożyczki poprzez prowadzenie odpowiedniej polityki finansowej, umożliwiającej wzrost stopy inflacji ponad poziom oczekiwany. Mam tutaj na myśli głównie kształtowanie odpowiednich stóp procentowych, kursów walutowych i stóp podatkowych. Należy jednak podkreślić, że z reguły państwa (w tym przypadku USA) możliwości tej nie wykorzystują w sposób nadmierny, m.in. z obawy o osłabienie zaufania do swojej waluty oraz ucieczki od niej i w ten sposób nawet niekontrolowany wzrost procesów inflacyjnych wewnątrz kraju. W przypadku Stanów Zjednoczonych władze monetarne muszą być dodatkowo niezwykle ostrożne w tym względzie, albowiem – jak się powszechnie ocenia – poza terytorium USA znajduje się ponad 2/3 dolarów kiedykolwiek tam wyemitowanych.¹² Ich niekontrolowany powrót mógłby zatem spowodować trudne do wyobrażenia zawirowania gospodarcze.

Innym rezultatem posiadania waluty będącej „kołem napędowym” współczesnej gospodarki światowej są prowizje, które otrzymują rynki i instytucje finansowe dokonujące transakcji walutowych. Prowizje te są m.in. rezultatem powszechnie funkcjonującego mechanizmu tzw. kursów krzyżowych.¹³

Waluta międzynarodowa umożliwia także krajowi ją emitującemu ograniczenie niepewności funkcjonowania jego podmiotów gospodarczych m.in. w rezultacie eliminacji wahań kursów walutowych i koniunkturalnych.¹⁴ Posiadanie waluty międzynarodowej daje krajowi będącemu jej emitentem możliwość finansowania deficytu obrotów bieżących oraz deficytu bilansu płatniczego.

Wreszcie, jak pisze Kuntz, „*geopolityczna potęga i rola danego państwa zależy w głównej mierze od jego siły finansowej – przy czym jedna wspiera*

International money in historical perspective, „*Journal of Economic Literature*”, wersja internetowa 1993.

¹² Twierdzi tak np. ubiegłoroczny noblista w dziedzinie ekonomii R.Mundell (por. wykład wygłoszony 7 marca 2000 r. w Wyższej Szkole Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego w Warszawie). Inni, jak np. C.Sprenkle z Uniwersytetu of Illinois w Urbana-Champaign, dowodzą, że poza terytorium USA znajduje się ponad 90% wyemitowanych tam dolarów.

¹³ Mechanizm kursów krzyżowych polega na dokonywaniu transakcji walutowych *via* USD. Oznacza to, że jeżeli dany podmiot posiada walutę inną niż dolar amerykański, np. markę niemiecką, i chce nabyć z jakichś względów np. franki francuskie, to aby to uczynić, musi najpierw kupić dolary płacąc markami, a następnie sprzedać dolary za franki francuskie. Wiedząc, że wszystkie transakcje walutowe dokonywane są za pomocą tzw. *two-way price method*, mechanizm ten oznacza, że podmiot nie posiadający dolara amerykańskiego, a chcący dokonać transakcji niejako traci podwójnie – pierwszy raz kupując dolara uzyskuje tzw. cenę *bid* (zakupu), która jest niższa niż cena typu *offer* (sprzedaży). Uzyskuje więc za swoje marki mniej dolarów, by następnie kupując za nie franki zapłacić cenę *offer*, czyli więcej.

¹⁴ Szerzej na ten temat zob. m.in. R.McKinnon, op.cit.

*drugą, a ignorowanie realnych korzyści gospodarczych i politycznych wynikających z posiadania waluty międzynarodowej jest nieszczęściem”.*¹⁵

Podstawowym kosztem posiadania pieniądza międzynarodowego jest natomiast potencjalne niebezpieczeństwo utraty kontroli nad podażą pieniądza przez kraj jego emisji. Akceptacja waluty krajowej przez zagraniczne podmioty gospodarcze i możliwość finansowania w ten sposób nabywanych tam towarów i usług oraz finansowanie deficytu handlowego stwarza niejako naturalną skłonność do zwiększania jego podaży. Z definicji niebezpieczeństwo to jest tym większe, im większy jest udział handlu zagranicznego w gospodarce kraju emitenta. W przypadku Stanów Zjednoczonych niebezpieczeństwo to nie jest zatem wielkie, gdyż udział handlu zagranicznego w ich gospodarce jest także niewielki. W odniesieniu natomiast do Unii Gospodarczej i Walutowej umiędzynarodowienie euro może stanowić problem nieporównywalnie większy, albowiem handel zagraniczny ma duży udział w gospodarkach poszczególnych krajów UGW.¹⁶

¹⁵ Zob. D.Kuntz, *The fall.....*, op.cit.

¹⁶ Dalszą część rozważań nt. międzynarodowej roli euro zamieścimy w następnym numerze „*Studiów Europejskich*”. (przyp. red.)