

**Juliusz Giżyński\***  
**Ryszard Wierzba\*\***

## **Spadek znaczenia euro jako waluty międzynarodowej**

### **Wstęp**

Wzrost roli euro jako waluty międzynarodowej, który miał miejsce od jej wprowadzenia w 1999 r., został zahamowany wskutek kryzysu [Skopiec, 2017, s. 169]. Złożył się na niego globalny kryzys finansowy z lat 2007–2009 i kryzys zadłużenia strefy euro, zaobserwowany w części jej państw w latach 2010–2012 [*The international...*, 2017, s. 8]. Kryzys uszczuplił zaufanie do wspólnej waluty oraz spowodował zmniejszanie się jej międzynarodowego znaczenia w odniesieniu do większości funkcji pieniądza światowego [Skopiec, 2017, s. 172–173]. Ponadto wyeksponował on niekompletną naturę Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW)<sup>1</sup>, kruchość jej integracji finansowej oraz podkreślił potrzebę przejścia do kompletnej UGW [*The international...*, 2017, s. 8]. W związku z tym władze strefy euro podjęły szereg działań w celu dokończenia jej budowy [Komisja Europejska, 2017, s. 4]. Mają one zwiększyć integrację europejskich rynków kapitałowych, co może być wsparciem dla pogłębienia i płynności rynków finansowych w UGW. Z kolei pośrednim rezultatem tych działań może być wzmocnienie międzynarodowej roli euro [*The international...*, 2017, s. 9]. Warto przypomnieć, iż pośrednio do tego wzmocnienia przyczynia się również Europejski Bank Centralny (EBC), poprzez zapewnienie stabilności cen oraz stabilności finansowej w strefie euro, a także poprzez integrację finansową w jej obrębie [*The international...*, 2015, s. 10]. Należy jednak pamiętać, iż znaczenie euro jako waluty międzynarodowej jest przede wszystkim zdeterminowane przez siły rynkowe [*The international...*, 2017, s. 3].

Głównym celem opracowania jest przegląd najważniejszych aspektów teoretycznych z zakresu internacjonalizacji danej waluty oraz analiza międzynarodowej roli euro od początku jej funkcjonowania. Analizę tę

---

\* Dr, Katedra Zarządzania Finansami, Wydział Ekonomiczno-Społeczny, Sopotcka Szkoła Wyższa, ul. Rzemieślnicza 5, 81-855 Sopot, juliusz.gizynski@gmail.com

\*\* Prof. dr hab., Katedra Bankowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, ryszard.wierzba@ug.edu.pl

<sup>1</sup> W ramach UGW większy nacisk kładzie się na unifikację walutową niż na ujednoczenie polityki gospodarczej jej poszczególnych krajów członkowskich. Oprócz zdecentralizowanej polityki fiskalnej w krajach tych wciąż funkcjonują zróżnicowane systemy podatkowe, systemy zabezpieczenia społecznego i polityka rynku pracy [NBP, 2010, s. 10].

podzielono na dwa okresy. Pierwsze dziewięć lat, tj. od 1999 do 2007, posłużyło za wstęp i odniesienie do pogłębionych rozważań, których dokonano na podstawie lat 2008–2016. Rozważania te przeprowadzono w oparciu o wybrane wskaźniki, które, zdaniem autorów, najlepiej charakteryzują międzynarodową pozycję euro. Mają one także umożliwić potwierdzenie hipotezy dotyczącej spadku znaczenia euro jako waluty międzynarodowej po 2007 r. W przygotowaniu tego artykułu wykorzystano jako metodę badawczą studium literatury oraz analizę danych publikowanych przede wszystkim przez Europejski Bank Centralny.

## 1. Teoretyczne aspekty waluty międzynarodowej

Walutą międzynarodową określa się jednostkę pieniężną, którą wykorzystuje się poza granicami danego kraju bądź obszaru gospodarczego. Umieędzynarodowienie danej waluty nie wynika z faktu przyznania jej formalnego statusu, lecz z jej rzeczywistego zastosowania w obrotach walutowych [Markiewicz, 2015, s. 36], zarówno w sferze prywatnej, jak i oficjalnej. W sferze prywatnej stosują ją takie podmioty, jak: przedsiębiorstwa, banki, osoby indywidualne, instytucje finansowe i inne podmioty. Natomiast do sfery oficjalnej zalicza się banki centralne oraz pozostałe oficjalne instytucje. Funkcje pełnione przez waluty w obrocie międzynarodowym można scharakteryzować poprzez odwołanie się do tradycyjnych funkcji pieniądza [Oręziak, 2008, s. 4], tj.: środka płatniczego, miernika wartości oraz środka przechowywania wartości (zob. tab. 1). Funkcje te są ze sobą ściśle powiązane, dlatego nie należy analizować ich osobno [por. Giżyński, Wierzba, 2013, s. 167].

**Tablica 1. Funkcje waluty międzynarodowej z podziałem na sferę oficjalną oraz prywatną**

Funkcja	Sfera oficjalna	Sfera prywatna
środek płatniczy ( <i>medium of exchange</i> )	waluta interwencyjna ( <i>intervention currency</i> )	waluta przejścia ( <i>vehicle currency</i> )
miernik wartości ( <i>unit of account</i> )	kotwica w ustalaniu kursu walutowego ( <i>anchor currency</i> )	waluta kwotowania ( <i>quotation currency</i> )
środek przechowywania wartości ( <i>store of value</i> )	waluta rezerwowa ( <i>reserve currency</i> )	waluta inwestycyjna i finansowania ( <i>investment and financing currency</i> )

Źródło: [The international..., 2010, s. 56].

Funkcja środka płatniczego (transakcyjna) waluty międzynarodowej dotyczy faktycznego dokonania płatności w określonej walucie, nawet jeśli

cena fakturowania została ustalona w innej jednostce pieniężnej. W sferze oficjalnej tej funkcji przyjmuje ona postać waluty interwencyjnej, która nabiera szczególnego znaczenia w okresie kryzysu. Umożliwia ona bowiem bankom centralnym zmniejszenie wahań kursu walutowego czy też uzyskanie jego pożądanego poziomu, a dzięki temu zmniejszenie inflacji, utrzymanie wzrostu gospodarczego oraz stabilności rynku finansowego. Dokonanie interwencji zależy od poziomu rezerw dewizowych. Dlatego też najczęściej waluty interwencyjne są jednocześnie walutami rezerwowymi. Z kolei w sferze prywatnej funkcji środka płatniczego pojawia się termin „waluty przejścia”, stanowiącej odniesienie (tzw. benchmark) w transakcjach handlowych i kapitałowych bez zaangażowania kraju emitującego tę walutę. Waluta przejścia ma powszechne zastosowanie, gdy dwie waluty nie są bezpośrednio do siebie kwotowane. Pełni ona wówczas funkcję waluty pośredniczącej. Charakteryzuje się ona wysoką płynnością oraz niskimi kosztami transakcyjnymi, mierzonymi wysokością spreadu między ceną kupna i sprzedaży. Walutę przejścia wykorzystuje się także podczas interwencji walutowych [Markiewicz, 2015, s. 37–38], scharakteryzowanych w ramach sfery oficjalnej powyższej funkcji. Ponadto w sferze prywatnej waluta międzynarodowa w funkcji środka płatniczego stosowana jest przez nierezydentów w wymianie bezpośredniej [Małecka, Wierzba, 2008, s. 161].

Funkcja miernika wartości (obrachunkowa) waluty międzynarodowej pozwala ustalać ceny dóbr, usług oraz aktywów i pasywów finansowych, do których zalicza się: akcje, obligacje, kredyty oraz pożyczki denominowane w tej walucie [Markiewicz, 2015, s. 36]. W sferze oficjalnej funkcja ta ma zastosowanie w przypadku ustalania kursu wymiany waluty narodowej (kotwica kursu) przez wyznaczone do tego instytucje rządowe [Giżyński, Wierzba, 2013, s. 169]. Wybór waluty jako kotwicy kursu determinuje także wybór waluty interwencyjnej. Bank centralny przeprowadza bowiem w niej interwencje na rynku walutowym, aby wpłynąć na poziom kursu walutowego. W związku z tym musi on utrzymywać odpowiednią ilość waluty rezerwowej, tożsamej z walutą referencyjną i interwencyjną. W sferze prywatnej występuje zaś waluta kwotowania. W handlu międzynarodowym wykorzystuje się ją do określania cen i fakturowania [Skopiec, 2017, s. 171]. Fakturowanie transakcji, w przypadku eksportu bądź importu dóbr i usług, najczęściej dokonuje się w walucie kraju eksportera lub w tej, która pełni istotną rolę międzynarodową albo regionalną. Wybór waluty fakturowania jest ważny zarówno dla stron transakcji, jak i dla bilansu płatniczego danego państwa [Markiewicz, 2015, s. 36–37]. Natomiast na rynku walutowym walutę kwotowania wykorzystuje się do wyrażania kursów walutowych [Skopiec, 2017, s. 171].

Funkcja środka przechowywania wartości (tezauryzacji) wiąże się z gromadzeniem oszczędności, a także utrzymywaniem zasobów w formie inwestycji, co pozwala na optymalizowanie poziomu ryzyka oraz oczekiwanej stopy zwrotu. W sferze oficjalnej wymiar funkcji tezauryzacji przejawia się [Markiewicz, 2015, s. 37] w tworzeniu oficjalnych rezerw dewizowych przez krajowe banki centralne oraz organizacje międzynarodowe [szerzej zob. Giżyński, Wierzba, 2013, s. 174]. Osiągnięcie równowagi w wielkości i strukturze tych rezerw jest częścią zarządzania kursem walutowym. Równowaga ta służy także utrzymaniu płynnej obsługi wymiany walutowej podmiotów gospodarczych z sektorem zagranicznym. Należy podkreślić, iż decydującą rolę w rachunku rezerw walutowych odgrywają zmiany wielkości oficjalnych rezerw, obrazujące zagranicznym inwestorom poziom płynności i wiarygodności kredytowej danego kraju [Markiewicz, 2015, s. 37]. Natomiast w sferze prywatnej funkcję środka tezauryzacji pełni waluta inwestycyjna (oraz finansowania). Umożliwia ona denominowanie dłużnych i udziałowych papierów wartościowych, które kupują inwestorzy [Skopiec, 2017, s. 171].

Jak można zauważyć, omawiane funkcje walut międzynarodowych dość silnie łączą się ze sobą w sferze oficjalnej. Co więcej, wiążą się one z rolą walut w sferze prywatnej. Im szerzej stosuje się w niej określoną walutę, tym większa jest jej rola w sferze oficjalnej [Oreziak, 2008, s. 7].

Mimo iż powyższe funkcje waluty międzynarodowej wzmacniają się wzajemnie, dana waluta może pełnić tylko niektóre z nich. I tak np. przed 1999 r. europejska jednostka walutowa (*European Currency Unit, ECU*), stanowiąca koszyk europejskich walut, odgrywała ograniczoną rolę w funkcji środka płatniczego dla banków centralnych oraz w funkcji przechowywania wartości zarówno w sferze prywatnej, jak i oficjalnej. Znacznie ważniejszą rolę pełniła ona jako kotwica kursów walutowych. Natomiast nie wykorzystywano jej ani jako waluty przejścia, ani fakturowania na poziomie międzynarodowym. Innym przykładem są specjalne prawa ciągnięcia (*Special Drawing Rights, SDR*<sup>1</sup>) stosowane jedynie w sferze oficjalnej. Z kolei internacjonalizacja takich walut, jak: jen japoński, funt szterling oraz frank szwajcarski ogranicza się do funkcji przechowywania wartości, czy, w znacznie mniejszym stopniu, do środka płatniczego lub miernika wartości [Benassy-Quere, 2015, s. 2–3].

---

<sup>1</sup> SDR-y to zagraniczne aktywa rezerwowe tworzone przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). SDR-y mogą być wymienione na waluty, którymi można się swobodnie posługiwać. Wartość SDR-ów ustala się na podstawie koszyka pięciu kluczowych walut [IMF, 2017].

Umieędzynarodowienie danej waluty przysparza krajowi ją emitującemu szereg korzyści. Do najważniejszych zalicza się:

- seniorat, tj. nieoprocentowane pożyczki dla emitującego banku centralnego od nierezydentów, którzy posiadają banknoty i nieoprocentowane depozyty denominowane w walucie międzynarodowej;
- redukcję kosztów transakcyjnych i zabezpieczających (*hedging costs*) dla przedsiębiorstw krajowych oraz gospodarstw domowych w ich międzynarodowych transakcjach handlowych;
- „nadmierny przywilej” (*exorbitant privilege*) oznaczający możliwość emisji nisko oprocentowanych papierów dłużnych dla inwestorów nierezydentów i następnie inwestowanie wpływów z tych emisji w bardziej dochodowe aktywa zagraniczne;
- częściowe odizolowanie od zaburzeń zewnętrznych, w szczególności wahań kursu walutowego [*The international...*, 2015, s. 9].

Oprócz korzyści państwo emitujące walutę międzynarodową musi także brać pod uwagę pewne koszty. Są to:

- utrudnienia w prowadzeniu polityki pieniężnej;
- ubezpieczenie określane „nadmiernym zobowiązaniem” (*exorbitant duty*), dla reszty świata w okresach globalnych napięć, które mogą prowadzić do ogromnych transferów finansowych między gospodarkami;
- dodatkowe obowiązki i wyzwania wyostrzone przez globalny kryzys finansowy w zakresie ograniczania ryzyka niedostatku płynności waluty międzynarodowej – mogą one kolidować z celami w krajowej polityce pieniężnej [*The international...*, 2015, s. 10].

Określono kilka czynników, które determinują, czy dana waluta ma szansę otrzymać status międzynarodowej. Należą do nich: wielkość gospodarki oraz jej rynków finansowych, swoboda w zakupie i sprzedaży aktywów, w pełni zintegrowane otoczenie finansowe oraz odpowiednia stabilność finansowa i monetarna. Należy przy tym podkreślić, iż poza stabilnością finansową i monetarną powyższe czynniki nie oddziałują na siłę danej waluty rozumianej jako jej aprecjacja czy deprecjacja wobec jakiejś innej znaczącej waluty. Rozpatrując przykładowo czynnik wielkości gospodarczej i finansowej danego państwa, należy zaznaczyć, iż zarówno duże, jak i małe kraje mogą charakteryzować się silnymi bądź słabymi walutami [De Grauwe, 2016, s. 250–252].

## 2. Zarys międzynarodowej roli euro w okresie 1999–2007

Euro od początku swego istnienia, tj. od 1999 r., przybrało status drugiej, po dolarze amerykańskim (USD), waluty międzynarodowej, wyprzedzając w tym zakresie funta szterlinga (GBP) oraz jena japońskiego (JPY) [Małecka,

Wierzba, 2008, s. 159]. Stało się tak, gdyż zastąpiło ono wówczas jedenaście istniejących walut. Zamiana m.in. marki niemieckiej i franka francuskiego na wspólną walutę spowodowała, iż banki centralne natychmiast zaczęły utrzymywać w niej rezerwy, zaś niektóre kraje przyjęły ją jako kotwicę kursu wymiany. Jednakże międzynarodowa rola euro szybko wykroczyła poza te funkcje [10. rocznica EBC, 2008, s. 104]. Strefa wspólnego pieniądza spełniała bowiem kryteria (sprecyzowane w pierwszej części artykułu), aby nadać jej walucie status pieniądza światowego w znacznym zakresie. Euro postrzegano także jako czynnik równoważący pozycję dolara amerykańskiego, będącego walutą dominującą na arenie międzynarodowej. Ponadto miało ono zmniejszać ryzyko systemowe dotyczące uzależnienia światowego ładu pieniężnego od jednej waluty krajowej, pełniącej w nim funkcję waluty dominującej [Skopiec, 2017, s. 172].

Warto przypomnieć, iż euro traciło na wartości względem dolara amerykańskiego w trakcie dwu pierwszych lat funkcjonowania tej nowej waluty. Przyczyną tego była dobra kondycja gospodarki Stanów Zjednoczonych oraz początkowo małe zaufanie do nowej waluty. Jednakże w kolejnych latach doszło do zmiany tej sytuacji i wzrostu tego zaufania. Stało się tak po skoordynowanej interwencji najważniejszych banków centralnych w obronie euro w 2001 r., atakach terrorystycznych z 11 września tegoż roku oraz wprowadzeniu wspólnej waluty do obiegu w formie gotówkowej na początku 2002 r. Rozpoczął się wówczas ponad sześcioletni trend aprecjacyjny tej waluty względem dolara amerykańskiego. Powyższe czynniki przyczyniły się m.in. do:

- utworzenia drugiego, po Stanach Zjednoczonych, obszaru walutowego pod względem absolutnej wielkości wytworzonego PKB;
- integracji rynków finansowych oraz rozszerzenia źródeł pozyskania i lokowania kapitału;
- większej dywersyfikacji światowych rezerw walutowych;
- stabilizacji globalnego systemu walutowego [NBP, 2010, s. 7–8].

Waluta euro odniosła wiele sukcesów w ciągu badanego okresu. Jednym z nich było ustabilizowanie się jej w roli drugiej międzynarodowej waluty świata. Na ten sukces złożyły się m.in. następujące elementy:

- przewyższenie w 2004 r. wartości międzynarodowych dłużnych papierów wartościowych wyrażonych w dolarach amerykańskich przez takie papiery wyrażone w euro;
- stosowanie euro na rynkach dewizowych na świecie w ponad jednej trzeciej wszystkich transakcji walutowych;
- zwiększenie oficjalnej roli euro, przejawiające się we wzroście udziału tej waluty w ujawnionych rezerwach, z poziomu 18% w 1999 r. do ponad 25% w 2007 r.;

- wzrost udziału euro jako waluty fakturowania oraz waluty rozliczeniowej w handlu międzynarodowym do ponad 50% wartości handlu zewnętrznego UGW;
- zwiększenie znaczenia euro w wielu krajach trzecich, zwłaszcza w kandydujących do strefy euro bądź sąsiadujących z Unią Europejską, gdzie około 60% handlu fakturowano w euro [Komisja Wspólnot Europejskich, 2008, s. 2–5].

Mimo powyższych sukcesów strefa euro, funkcjonująca w coraz bardziej zglobalizowanym otoczeniu, ponosiła również koszty braku jasnej strategii międzynarodowej oraz mocnej pozycji na forach międzynarodowych. Zaczęto odczuwać skutki narastającej od połowy lat 90. nierównowagi gospodarczej na świecie w postaci m.in. niestabilnych kursów walutowych [Komisja Wspólnot Europejskich, 2008, s. 7]. Co więcej, kompletny brak polityki wymiany sprawił, iż euro podlegało dosyć znacznym wahaniom w odniesieniu do innych kluczowych dewiz. Stopień tych wahań mógł nawet sugerować, iż kurs wspólnej waluty reagował jak zmienna dostosowująca się do amerykańskiego dolara i chińskiej renminbi<sup>2</sup> [Bourrinet, Vigneron, 2011, s. 54]. Z drugiej strony rosnący popyt na niewielkie już zasoby (np. energii), przy ograniczonej podaży, ze strony szybko rozwijających się gospodarek powodował gwałtowny wzrost cen ropy, żywności oraz innych surowców. W takim niespokojnym otoczeniu jednolita waluta stanowiła osłonę. Mogłaby także stawiać strefę euro w wyjątkowej pozycji, umożliwiającej odegranie w polityce światowej kluczowej roli w zahamowaniu połączonych czynników ryzyka. Jednakże brak właściwie zdefiniowanej strategii międzynarodowej oraz skutecznej reprezentacji na forum międzynarodowym powodował, iż możliwości te nie były dostatecznie wykorzystane [Komisja Wspólnot Europejskich, 2008, s. 7].

Trzeba jednak pamiętać, że euro nie zostało stworzone na potrzeby polityki międzynarodowej. Nie przyjęto jej także po to, aby zastąpiła ona pozycję dolara amerykańskiego. Można zatem twierdzić, że jej rola międzynarodowa jest tylko efektem pobocznym sukcesów wewnętrznych. Zarządzający strefą euro przyjęli więc wobec tego rozwoju międzynarodowego wspólnej waluty stosunek neutralny i pozwolili działać siłom rynku [Bourrinet, Vigneron, 2011, s. 55]. W związku z tym internacjonalizacja euro była kształtowana przez preferencje podmiotów prywatnych, w szczególności przez zagraniczne instytucje finansowe oraz przedsiębiorstwa z krajów rozwiniętych, zwłaszcza Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Wiodącą rolę pełnił sektor przedsiębiorstw – na rynkach finansowych, w transakcjach wymiany walut i fakturowaniu handlu – oraz sektor gospodarstw

<sup>2</sup> Renminbi to oficjalna nazwa waluty Chin. Jednostką tej waluty jest juan (*Chinese yuan* – CNY).

domowych – w krajach, gdzie euro stosowano jako pieniądź równoległy [*The international...*, 2003, s. 78–79].

Wszystkie doświadczenia z funkcjonowania euro jako waluty międzynarodowej w latach 1999–2007 skłoniły do sformułowania trzech głównych wniosków:

- rola euro na międzynarodowych rynkach stopniowo wzrastała, lecz w niektórych segmentach doszło do wyhamowania tego wzrostu;
- międzynarodowe znaczenie euro częściowo wiązało się z sytuacją panującą w strefie euro;
- internacjonalizacja waluty była ograniczona do państw znajdujących się blisko strefy euro [*10. rocznica EBC*, 2008, s. 104].

Mimo iż w pierwszych latach istnienia strefy euro międzynarodowa rola wspólnej waluty nie zyskała w takim samym stopniu we wszystkich regionach świata [*The international...*, 2003, s. 78–79], jej rozwój miał charakter dynamiczny i obejmował wszystkie wspomniane funkcje [Małecka, Wierzba, 2008, s. 170; Skopiec, 2017, s. 172].

### 3. Międzynarodowa rola euro w latach 2008–2016

Wzrost międzynarodowego znaczenia waluty euro w pierwszym dziesięcioleciu jej funkcjonowania został zahamowany wskutek kryzysu [Skopiec, 2017, s. 169], na który złożył się globalny kryzys finansowy z lat 2007–2009 i kryzys zadłużenia strefy euro, zaobserwowany w niektórych jej krajach członkowskich w latach 2010–2012 [*The international...*, 2017, s. 8]. Kryzys ujawnił słabości o charakterze ekonomicznym i instytucjonalnym funkcjonowania UGW [NBP, 2010, s. 79]. Ponadto spowodował spadek zaufania zagranicznych inwestorów do wspólnej waluty, który bezpośrednio przełożył się na spadek popytu transakcyjnego i inwestycyjnego, a w konsekwencji zmniejszanie się jej międzynarodowej roli względem większości funkcji pieniądza światowego [Skopiec, 2017, s. 172–173, 180–181].

Źródłem spadku znaczenia euro w międzynarodowym systemie walutowym w badanym okresie należy upatrywać przede wszystkim w czynnikach wewnętrznych. Do najważniejszych zalicza się: brak instytucji władzy centralnej w strefie euro, typowej dla organizacji państwa; różny poziom rozwoju gospodarczego państw członkowskich; niespełnienie przez strefę euro kryteriów optymalnego obszaru walutowego; nieprzestrzeganie dyscypliny fiskalnej na skutek decentralizacji zarządzania polityką fiskalną; nietrwałość spełnienia kryteriów zbieżności nominalnej; nierównowagę płatniczą o charakterze wewnętrznym; zauważalny podział na państwa rdzenia oraz państwa peryferyjne; podatność na szoki asymetryczne; oraz niekonwencjonalne prowadzenie polityki pieniężnej [Skopiec, 2017,



s. 180–181]. Powyższe czynniki dotyczą konstrukcji i funkcjonowania strefy euro. Miały one pośredni wpływ na spadek znaczenia międzynarodowej roli wspólnej waluty. Jak już bowiem wspomniano, rola ta jest pochodną „sukcesów” wewnętrznych.

Do zmniejszenia międzynarodowej roli euro przyczyniły się także czynniki zewnętrzne. Dotyczą one trendów rozwojowych współczesnego światowego systemu walutowego, a ich odzwierciedleniem jest trwający od kilku lat wzrost znaczenia waluty Chin w tym systemie i utrzymująca się w nim hegemonia dolara amerykańskiego [Skopiec, 2017, s. 182–187].

### 3.1. Euro w funkcji środka płatniczego

Niemożliwe jest precyzyjne oszacowanie zasobu banknotów euro poza jednolitym obszarem walutowym. Wynika to z faktu, iż banknoty te opuszczają i ponownie wracają do tego obszaru kilkoma odmiennymi kanałami. Jednym z nich, regularnie raportowanym, są skumulowane dostawy netto (*cumulated net shipments*) tych banknotów realizowane przez monetarne instytucje finansowe<sup>3</sup> (*monetary financial institutions*, MFIs) strefy euro do miejsc znajdujących się poza jej granicami. W związku z tym do oceny międzynarodowej roli euro w funkcji środka płatniczego posłuży wskaźnik zmian tych dostaw. Dane na temat jego kształtowania się w latach 2008–2016 zaprezentowano w tablicy 2. Wielkości, które posłużyły jego wyliczeniu, stanowią jednak dolną granicę rozmiaru zagranicznego obiegu banknotów euro. Istnieją bowiem szacunki, że pozostałymi kanałami, jak np. turystyka czy przekazy pieniężne od imigrantów zarobkowych, więcej środków wypływa z obiegu krajów należących do UGW niż do niego wpływa. Stąd też można oczekiwać, iż przepływy netto banknotów krążących poza tą Unią mogą być znacznie wyższe [*The international...*, 2015, s. 35], nawet blisko dwukrotnie [*The international...*, 2017, s. 26], niż te wynikające z dostaw monetarnych instytucji finansowych [*The international...*, 2015, s. 35].

**Tablica 2. Kształtowanie się wskaźnika skumulowanych dostaw netto banknotów euro do państw spoza strefy euro w latach 2008–2016 (w %)**

Lata	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
zmiana* w %	34,2	2,1	-1,8	10,3	11,0	9,9	22,4	1,0	-3,1

\* Zmiany dotyczą wielkości skumulowanych dostaw netto. W roku 2009 odniesieniem jest rok kalendarzowy, zaś w pozostałych latach grudzień.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [*The international...*, 2009, s. 11; 2010, s. 11; 2011, s. 10; 2012, s. 10; 2013, s. 9; 2014, s. 9; 2015, s. 7; 2016, s. 3; 2017, s. 6].

<sup>3</sup> Monetarne instytucje finansowe to instytucje tworzące łącznie sektor emitujący pieniąż w strefie euro. Zaliczamy do nich: Eurosystem, instytucje kredytowe będące rezydentami oraz wszystkie inne instytucje finansowe będące rezydentami, przede wszystkim fundusze rynku pieniężnego [*Raport...*, 2014, s. 278].

Z danych zawartych w tablicy 2 wynika, że w 2016 r., po raz pierwszy od 2010 r., kraje spoza strefy euro zmniejszyły (o 3,1%) swój popyt na banknoty tej strefy. Przyczyn tego spadku należy upatrywać m.in. w zmniejszającej się niepewności politycznej w sąsiadujących regionach czy udanych starań na rzecz nieoficjalnej deeuroizacji w krajach, gdzie popyt na tę walutę był zwykle wysoki [*The international...*, 2017, s. 25]. Należy jednak podkreślić, iż wyraźniejszy trend spadkowy obserwuje się we wszystkich krajach Europy Południowo-Wschodniej już od 2008 r. W regionie tym możemy wyodrębnić dwie grupy państw, gdzie wielkość popytu na banknoty euro znacząco się różni. Pierwsza grupa, z niższym wskaźnikiem, to Albania, Bułgaria oraz Bośnia i Hercegowina. W drugiej zaś grupie, charakteryzującej się znacznie wyższym wskaźnikiem, znalazła się Chorwacja, Macedonia i Serbia [*The international...*, 2017, s. 27].

Wartym uwagi jest okres 2011–2014, kiedy tempo wzrostu zagranicznego popytu na banknoty euro charakteryzowało się średnio dwucyfrową dynamiką. Znaczne jej wzmocnienie było nadzwyczaj widoczne w grudniu 2014 r., w związku z nasileniem się m.in. kryzysu na Ukrainie, a także ze zmianami kursu wymiany rubla [*The international...*, 2015, s. 35–36]. Jednakże tempo tego wzrostu nie było tak silne jak w 2008 r., kiedy została osiągnięta jego najwyższa wartość (tab. 2), szczególnie w następstwie upadku banku Lehman Brothers w Stanach Zjednoczonych [*The international...*, 2014, s. 23–24]. Z kolei mimo ujawnienia się kryzysu finansów publicznych w kilku krajach strefy euro wiosną 2010 r. oraz rosnących napięć na rynkach obligacji skarbowych w tej strefie w drugiej połowie 2011 r. popyt na banknoty euro pozostawał na wysokim poziomie [Giżyński, Wierzba, 2013, s. 168]. Nie zmienia to jednak faktu, iż w 2010 r. saldo zmian tego popytu przyjęło ujemną wartość i ukształtowało się na poziomie  $-1,8\%$ .

Eksperci z Europejskiego Banku Centralnego wskazują, iż wykorzystanie banknotów euro jako środka płatniczego w krajach spoza UGW jest zróżnicowane. I tak np. w regionie Europy południowo-wschodniej dokonuje się nimi zakupu nieruchomości czy samochodów. Z kolei podmioty z centralnej oraz wschodniej Europy głównie planują wydać je za granicą. Głównym powodem preferowania gotówki euro przez podmioty z krajów regionu Europy spoza UGW jest ich poziom zaufania do tej waluty [*The international...*, 2017, s. 26].

Do analizy międzynarodowego statusu euro w funkcji środka płatniczego może także posłużyć wskaźnik udziału tej waluty jako pośrednika wymiany w rozliczeniu różnic kursowych ustalanych w ramach systemu CLS<sup>4</sup> (*Continuous Linked Settlement*). Na jego podstawie można wyznaczyć

<sup>4</sup> System CLS wprowadzono we wrześniu 2002 r. Obsługuje go CLS Bank International w Nowym Jorku, a głównym jego nadzorcą jest Rezerwa Federalna w Stanach

trendy na globalnym rynku wymiany walut [*The international...*, 2015, s. 29]. Analizując dane z tego systemu za lata 2008–2016, można stwierdzić, iż wskaźnik średniego udziału euro w rozliczeniu różnic kursowych kształtował się w zróżnicowany sposób. Na przestrzeni tego okresu doszło jednak do jego zmniejszenia aż o 5,1 p.p. (tab. 3). Mimo tego euro zachowało status drugiej najaktywniej obracanej waluty. Z kolei wiodącą rolę, analizując powyższy wskaźnik, pełnił w dalszym ciągu dolar amerykański [*The international...*, 2017, s. 16].

**Tablica 3. Średni udział euro jako pośrednika wymiany w rozliczeniu różnic kursowych w latach 2008–2016\* (w skali 200%\*\*; wg bieżącego kursu wymiany)**

Lata	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Udział euro	41,2	42,8	39,0	39,2	39,2	37,4	38,5	37,6	36,1

\* Do obliczenia udziałów w latach 2010–2011 został wykorzystany wskaźnik obrotu dewizami (*foreign exchange market turnover*), który stanowi 50% wartości tych udziałów.

\*\* W rozliczeniu transakcji zaangażowane są dwie różne waluty, dlatego suma udziałów wszystkich walut jest równa 200%.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [*The international...*, 2009, s. 11; 2010, s. 11; 2011, s. 10; 2013, s. 9; 2014, s. 9; 2015, s. 7; 2016, s. 3; 2017, s. 6].

Spadek znaczenia euro w powyższym przypadku można częściowo przypisać do wzrostu udziału walut rynków wschodzących, w szczególności renminbi [*The international...*, 2014, s. 30], która w 2016 r. zyskała miano ósmej najchętniej wymienianej waluty [*The international...*, 2017, s. 16]. W dodatku waluty „wschodzące”, z wyłączeniem państw centralnej i wschodniej Europy, były głównie notowane w parze z dolarem amerykańskim, co niewątpliwie wzmacniało centralną rolę dolara na rynkach walutowych w stosunku do euro [*The international...*, 2014, s. 30]. Nie bez znaczenia była także znaczna deprecjacja kursu euro wobec dolara. Do największego spadku wartości euro w stosunku do dolara doszło w listopadzie 2016 r., tj. po wyborach prezydenckich w Stanach Zjednoczonych. Ponadto rosnące oczekiwania rynku co do wzrostu inflacji i ekspansji fiskalnej w tym kraju spowodowały w nim istotny wzrost długoterminowych stóp procentowych oraz dalsze zwiększenie cen papierów wartościowych [*The international...*, 2017, s. 15–16].

Warto nadmienić, iż w badanym okresie doszło do znacznego wzrostu całkowitego wolumenu obrotu dewizami, szczególnie na przestrzeni lat 2010–2014 [*The international...*, 2015, s. 28]. Było to możliwe dzięki m.in. zwiększeniu dostępności bardziej zaawansowanych technologii do

Zjednoczonych. System CLS rozwiązuje problem ryzyka rozliczenia różnic kursowych [*The international...*, 2009, s. 26; CLS, 2017].

zawierania transakcji elektronicznych. Technologie te wspierają grupowanie płynności oraz handel algorytmiczny<sup>5</sup>. Ich nowym beneficjentem stały się przede wszystkim mniejsze banki, fundusze hedgingowe oraz osoby prywatne. Poza tym dalszy spadek kosztów obrotu uczynił ten handel bardziej opłacalnym, zwiększając przy tym całkowity obrót we wszystkich segmentach rynku [*The international...*, 2014, s. 31].

### 3.2. Euro w funkcji miernika wartości

Rola euro w rozliczeniu bądź fakturowaniu międzynarodowego handlu strefy euro z krajami spoza tej strefy w latach 2008–2016 była różnicowana (tab. 4). Jej udział w eksporcie dóbr spadał nieprzerwanie od 2012 r., obniżając się łącznie o 13,8 p.p. Z kolei udział euro w imporcie dóbr, po spadku w 2012 r., był stabilny w latach 2013–2016 i kształtował się na poziomie około 47%. Szczyty obu wskaźników zostały zaś osiągnięte w 2011 r., odpowiednio 69,9% oraz 52,2%. Natomiast udział waluty euro w rozliczeniu lub fakturowaniu eksportu usług<sup>6</sup>, po spadku do najniższego poziomu, tj. 49,6%, w 2012 r., wzrósł znacznie w 2013 r., przyjmując wartość 62,9% i stabilizując się jej blisko w kolejnych trzech latach. W przypadku importu usług wskaźnik osiągnął najwyższą wartość, tj. 60,5%, w 2011 r., by ostatecznie obniżyć się do 52,3% na koniec 2016 r. Jednakże od 2013 r. utrzymywał się on blisko tej wartości.

**Tablica 4. Zastosowanie euro jako waluty rozliczeniowej i/bądź fakturowania eksportu/importu dóbr i usług strefy euro poza tę strefę/spoza tej strefy w latach 2008–2016 (jako procentowy udział)**

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Eksport dóbr [d] i usług [u]										
strefa euro	[d]	63,6	64,1	63,4	69,9	66,7	60,0	58,9	57,4	56,1
	[u]	55,5	53,4	52,7	55,0	49,6	62,9	63,2	62,7	62,9
Import dóbr [d] i usług [u]										
strefa euro	[d]	47,5	45,2	49,4	52,2	51,3	47,1	47,5	47,5	47,3
	[u]	57,7	56,1	56,9	60,5	55,9	51,7	52,7	52,4	52,3

Źródło: [*The international...*, 2017, s. 64–65].

Udział euro w fakturowaniu eksportu jest większy niż w fakturowaniu importu. Wynika to m.in. z tego, iż w walucie tej rozlicza się znaczną część

<sup>5</sup> Handel algorytmiczny dotyczy obrotu na instrumentach finansowych, w którym algorytm komputerowy automatycznie decyduje o indywidualnych parametrach zleceń [dyrektywa..., 2014, s. 384].

<sup>6</sup> Międzynarodowe transakcje strefy euro w zakresie handlu usługami stanowią około jedną trzecią wszystkich międzynarodowych transakcji w handlu i usługach tej strefy [*The international...*, 2013, s. 28].

dóbr, które kupują kraje Unii Europejskiej (UE) spoza strefy euro od państw będących członkami tej strefy. Z kolei w fakturowaniu importu spory udział ma handel surowcami, który rozlicza się w dolarach amerykańskich [Giżyński, Wierzba, 2013, s. 170]. Szczególnie dotyczy to światowych rynków ropy naftowej, gdzie waluta ta tradycyjnie odgrywa dominującą rolę [The international..., 2015, s. 31].

Zagregowane dane zawarte w tablicy 4 nie odzwierciedlają jednak pewnych zmian na poziomie krajowym. Kilka państw należących do strefy euro, m.in. Grecja i Portugalia, doświadczyło bowiem odwrotu od fakturowania dóbr we wspólnej walucie podczas kryzysu zadłużenia [The international..., 2015, s. 30], który miał miejsce w strefie euro w latach 2010–2012 [The international..., 2017, s. 8]. Zapewne kryzys ten przyczynił się do spadku wymiany handlowej z ich europejskimi partnerami [The international..., 2015, s. 30], podczas gdy wymiana ta wzrastała z krajami rozwijającymi się Azji i Bliższego Wschodu, powodując w dużej mierze wzrost udziału dolara amerykańskiego oraz „pozostałych” walut w fakturowaniu międzynarodowego handlu [The international..., 2014, s. 31–32], w szczególności chińskiej renminbi [The international..., 2014, s. 32; 2015, s. 30]. Z kolei w 2014 r. nastąpił powrót zaufania do euro jako waluty fakturowania dóbr w Grecji i w Portugalii. W obu krajach wskaźnik ten poprawił się zarówno w przypadku eksportu, jak i importu [The international..., 2015, s. 30]. Wskaźniki te wzrastały również w kolejnych dwu latach, tj. w 2015 i 2016 [zob. The international..., 2017, s. 64].

Znaczny wzrost udziału euro w fakturowaniu eksportu i importu dóbr zanotowano na Cyprze w 2011 r. Oba wskaźniki zwiększyły się wówczas odpowiednio o 23,2 p.p. – do poziomu 49,1%, oraz o 29,5 p.p. – do poziomu 41,1%. Wzrosty te postrzega się jako konsekwencję wprowadzenia euro w tym kraju w 2008 r., a dokładnie stopniowego zastępowania funta cypryjskiego wspólną walutą w rozliczaniu długoterminowych kontraktów. Podobną sytuację można było zaobserwować w Estonii [The international..., 2012, s. 19], gdzie w latach 2011–2013 doszło do łącznego wzrostu powyższych wskaźników odpowiednio o 30,2 p.p. oraz 25,8 p.p. [The international..., 2017, s. 64]. Natomiast zastąpienie narodowych walut na Słowacji i w Słowenii miało o wiele mniejszy wpływ na analizowane wskaźniki w tych krajach. Wynika to z tego, że stosowały one powszechnie euro w rozliczeniu międzynarodowego handlu zanim jeszcze oficjalnie ją przyjęły [The international..., 2012, s. 19].

Dodatkowo w tablicy 5 zaprezentowano zróżnicowane dane na temat roli euro w fakturowaniu eksportu i importu dóbr oraz usług w wybranych krajach UE spoza strefy euro w latach 2008–2016.

**Tablica 5. Udział waluty euro w rozliczeniu i/bądź fakturowaniu eksportu i importu dóbr i usług wybranych państw spoza strefy euro w latach 2008–2016 (w %)**

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Eksport dóbr [d] i usług [u]										
Bułgaria	[d]	61,5	68,6	56,1	52,9	48,6	55,9	57,9	59,7	65,4
	[u]	77,9	79,0	82,5	76,5	76,9	80,1	76,8	72,8	66,9
Czechy	[d]	73,6	76,0	76,4	77,0	77,2	79,1	78,4	78,5	78,7
	[u]	72,3	76,0	76,9	78,5	80,5	75,9	70,8	69,9	67,3
Polska	[d]	68,2	66,1	–	–	–	–	–	–	–
	[u]	68,2	66,1	–	–	–	–	–	–	–
Rumunia	[d]	68,5	75,9	71,3	67,1	70,1	73,2	77,0	76,9	76,3
	[u]	75,2	73,8	62,2	67,0	65,1	66,3	61,8	64,5	73,8
Import dóbr [d] i usług [u]										
Bułgaria	[d]	65,7	70,9	46,2	45,4	46,5	44,6	51,7	53,9	59,6
	[u]	77,1	80,8	66,5	65,2	66,4	66,5	63,0	55,4	52,0
Czechy	[d]	68,3	68,9	68,5	68,0	68,0	68,9	68,4	68,0	67,9
	[u]	69,3	78,4	75,6	75,3	77,3	74,6	73,5	74,9	75,9
Polska	[d]	56,4	54,8	–	–	–	–	–	–	–
	[u]	54,0	58,9	–	–	–	–	–	–	–
Rumunia	[d]	70,9	73,2	66,8	64,2	60,5	64,0	64,2	68,6	71,0
	[u]	74,5	78,6	69,4	69,5	63,7	67,7	57,3	48,5	49,7

Źródło: [The international..., 2017, s. 66].

Rola euro jako kotwicy w ustalaniu kursu walutowego charakteryzowała się wysokim stopniem stabilności ze względu na silne czynniki geograficzne i instytucjonalne. Decyzja o przyjęciu euro jako kotwicy (tab. 6) była, z wyjątkiem państw uczestniczących w mechanizmie ERM II<sup>7</sup>, jednostronna i nie obejmowała ona żadnego zobowiązania ze strony Europejskiego Banku Centralnego [Giżyński, Wierzba, 2013, s. 172–173; *The international...*, 2014, s. 20–21; 2015, s. 23]. W badanym okresie nastąpiło jednak kilka wartych przedstawienia zmian.

<sup>7</sup> Mechanizm ERM II opuściły, w związku z przystąpieniem do strefy euro, takie kraje, jak: Cypr i Malta (w 2008 r.), Słowacja (w 2009 r.), Estonia (w 2011 r.), Łotwa (w 2014 r.) oraz Litwa (w 2015 r.) [Redo, 2017, s. 33].

**Tablica 6. Kraje i terytoria z systemami kursowymi powiązаныmi z walutą euro (stan na koniec kwietnia 2017 r.)**

Region	Systemy kursowe	Kraje i terytoria
UE (poza krajami strefy euro)	ERM II	Dania
	system izby walutowej ( <i>currency board</i> ) oparty na euro	Bułgaria
	kurs płynny ściśle kierowany ( <i>tightly managed floating</i> )	Chorwacja
	kurs płynny kierowany ( <i>managed floating</i> ) z euro jako walutą referencyjną	Czechy, Rumunia
	<i>pro memoria</i> : kurs całkowicie płynny ( <i>free floating</i> ) z celem inflacyjnym	Węgry, Polska, Szwecja, Wielka Brytania
kraje kandydujące oraz potencjalni kandydaci do UE	jednostronna euroizacja (bez odrębnego prawnego środka płatniczego)	Kosowo, Czarnogóra
	system izby walutowej oparty na euro	Bośnia i Hercegowina
	system stabilizowanego kursu ( <i>stabilised arrangements</i> ) z euro jako walutą referencyjną	Macedonia
	kurs płynny bądź płynny kierowany	Albania, Serbia, Turcja
inne kraje	Euroizacja	europskie minipaństwa, tj. San Marino, Watykan, Monako, Andora oraz francuskie wspólnoty terytorialne, tj. Saint Barthelemy, Saint Martin oraz Saint-Pierre i Miquelon
	kursy stałe ( <i>pegs</i> ) oparte na euro	państwa strefy franka francuskiego, francuskie terytoria zamorskie, Republika Zielonego Przylądka, Związek Komorów, Wyspy Św. Tomasa i Książęca
	system stabilizowanego kursu z koszykiem walut zawierającym euro	Singapur
	kursy stałe pełzające ( <i>crawling pegs</i> ) lub zbliżone do pełzających ( <i>crawl-like</i> ) zawierające euro	Botswana, Iran, Tunezja
	kursy stałe bądź kierowane płynne oparte na SDR bądź innych koszykach walut, które zawierają euro	Algieria, Azerbejdżan, Białoruś, Chiny, Fidzi, Kuwejt, Libia, Maroko, Samoa, Syria, Szwajcaria, Vanuatu

Źródło: [The international..., 2017, s. 53; Tymoczko, 2013, s. 3–54].

W styczniu 2015 r., na krótko przed ogłoszeniem decyzji przez EBC o rozszerzeniu programu skupu aktywów (*asset purchase programme*, APP<sup>8</sup>), bank centralny w Szwajcarii zaprzestał jednostronnego ustalania minimalnego kursu wymiany franka szwajcarskiego na euro w wysokości 1,2, wprowadzonego we wrześniu 2011 r. Władze banku tłumaczyły swoją decyzję faktem zwiększenia rozbieżności w polityce pieniężnej pomiędzy głównymi obszarami walutowymi, co w konsekwencji doprowadziło do osłabienia franka wobec dolara. Ponadto argumentowały one, że dalsze wymuszanie i utrzymywanie minimalnego kursu wymiany jest nieuzasadnione. Jednocześnie zarządzający tą instytucją zapowiedzieli, że będą brali pod uwagę zmiany zachodzące w kursie przy formułowaniu założeń polityki pieniężnej, a także pozostaną aktywni na rynkach walutowych, aby wpływać na warunki monetarne [*The international...*, 2015, s. 23]. Warto przypomnieć, iż decyzja banku centralnego Szwajcarii z września 2011 r. była podyktowana silną aprecjacją franka do euro, wynikającą z wysokiej niepewności na rynkach finansowych, niekorzystnej sytuacji w gospodarce globalnej jako całości, a także kryzysu niewypłacalności w niektórych krajach strefy euro. Dzięki niej zmniejszono m.in. obawy o międzynarodową aktywność handlową tego kraju, ułatwiając działalność rodzimym firmom silnie zorientowanym na eksport [Giżyński, Wierzba, 2013, s. 172].

W następstwie decyzji o zaprzestaniu ustalania minimalnego kursu wymiany franka przez bank centralny Szwajcarii, a także rozszerzeniu programu APP przez EBC, bank centralny Danii był zmuszony do interwencji [por. *Financial...*, 2015, s. 9] na rynku walutowym w obliczu znacznych napływów kapitału. Działania te były podyktowane koniecznością utrzymania kursu korony duńskiej w stosunku do euro, blisko jego centralnego parytetu w ramach mechanizmu ERM II [*The international...*, 2015, s. 23].

Należy również wspomnieć o postanowieniu banku centralnego Rosji z listopada 2014 r. Władze tego banku wydały wówczas oświadczenie znoszące mechanizm polityki kursu wymiany rubla, wprowadzony w lutym 2005 r., oparty na koszyku dwu walut, tj. dolarze amerykańskim i euro [*The international...*, 2015, s. 67]. Formalnie więc przyjęto system kursu płynnego (*floating*) [*The international...*, 2016, s. 14], zachowując możliwość

---

<sup>8</sup> Program APP rozpoczęto w październiku 2014 r. Obejmuje on zakupy szerokiej gamy papierów wartościowych. Składają się na niego cztery podprogramy, do których należy m.in., ogłoszony 22 stycznia 2015 r. i zapoczątkowany 9 marca 2015 r., program skupu aktywów sektora publicznego (*public sector purchase programme*, PSPP). Program ten miał największy udział w całkowitej kwocie skupu w ramach APP w latach 2015–2016, przyczyniając się do ożywienia w strefie euro. Czas trwania zakupów nie został dokładnie określony. Będzie on jednak trwał tak długo, aż Rada Prezesów EBC stwierdzi trwałe dostosowanie ścieżki inflacji do celu inflacyjnego, tzn. średniookresowej inflacji nieco poniżej 2% [ECB, 2017a; *Raport...*, 2016, s. 43, 51–52; *Raport...*, 2017, s. 54, A32–A33].



interwencji na rynku walutowym celem złagodzenia obaw o stabilność finansową w tym kraju [*The international...*, 2015, s. 23].

Natomiast dolar amerykański nadal pełnił funkcję kotwicy w ustalaniu kursów walutowych w Azji oraz w centralnej i południowej Ameryce [*The international...*, 2014, s. 21].

### 3.3. Euro w funkcji środka przechowywania wartości

Wielkość zagranicznych (spoza strefy euro) inwestycji portfelowych najlepiej oddaje przywiązanie inwestorów do strefy euro [*The international...*, 2014, s. 16]. W latach 2008–2015 saldo transakcji tych inwestycji, mimo że kształtowało się różnorodnie, przyjmowało wartość dodatnią. W 2011 r. było ono najniższe i osiągnęło poziom 184,9 mld euro, zaś najwyższą wartość, tj. 426,3 mld euro, przyjęło w 2014 r. Dopiero w 2016 r. doszło do jego znaczącego spadku, a w konsekwencji ukształtowania się na ujemnym poziomie, tj. około 61 mld euro (tab. 7).

**Tablica 7. Saldo transakcji zagranicznych inwestycji portfelowych strefy euro, z podziałem na instrumenty udziałowe i dłużne, w latach 2008–2016 (w mld euro)**

Rok	Saldo transakcji [a + b]	Instrumenty udziałowe [a]	Instrumenty dłużne [b]
2008	266,4	-108,6	375,0
2009	342,8	87,0	255,8
2010	211,6	173,6	38,0
2011	184,9	64,4	120,5
2012	289,7	164,9	124,8
2013	398,4	302,6	95,8
2014	426,3	318,1	108,1
2015	277,2	222,4	54,8
2016*	-61,0	172,0	-233,0

\* W związku z dostępnością danych w 2016 r. saldo transakcji zostało zaokrąglone do pełnych mld euro.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [*Euro area...*, 2012, s. S66; 2013, s. S66; 2014, s. S66; ECB, 2016; ECB, 2017b; *External...*, 2017, s. 64].

W 2016 r. zagraniczni inwestorzy zmniejszyli swoje ogólne zainteresowanie papierami wartościowymi strefy euro [*The international...*, 2017, s. 14], podtrzymując trend z 2015 r. [*The international...*, 2016, s. 6]. Spadek popytu na obligacje wynikał częściowo z niskich, w niektórych przypadkach ujemnych, zysków z tych papierów w następstwie, już wspomnianego, rozszerzonego programu skupu aktywów APP [*The international...*, 2017, s. 14]. W konsekwencji w 2016 r. saldo nabycia instrumentów dłużnych osiągnęło ujemną wartość i ukształtowało się na poziomie 233 mld

euro (tab. 7). Mimo odwrotu od obligacji zagraniczni inwestorzy pozostali nabywcami netto, tj. 172 mld euro, udziałowych papierów wartościowych państw UGW w 2016 r., wobec wzmocnienia prognozy wzrostu tej Unii przez cały rok [*The international...*, 2017, s. 14]. Należy jednak podkreślić, iż saldo nabycia instrumentów udziałowych było o 50,4 mld euro niższe, tj. prawie o 30%, w stosunku do 2015 r.

Odnosząc się do okresu 2008–2015, spadek popytu na zagraniczne inwestycje portfelowe w strefie euro był szczególnie widoczny w ostatnich dwóch kwartałach 2008 r., najmocniej po upadku banku Lehman Brothers w Stanach Zjednoczonych we wrześniu 2008 r., oraz wskutek kryzysu na rynkach obligacji skarbowych w niektórych krajach tej strefy, który najbardziej był odczuwalny w ostatnich dwu kwartałach 2011 r. Do zmniejszenia się tego popytu doszło zarówno w przypadku papierów dłużnych, jak i papierów udziałowych, charakteryzujących się wyższym poziomem ryzyka [*The international...*, 2012, s. 27–32]. Znaczący powrót zaufania do tych papierów nastąpił zaś w drugiej połowie 2012 r., w dużej mierze dzięki stopniowej redukcji ryzyka tzw. ogona (*tail risk*<sup>9</sup>). Było to możliwe dzięki m.in. ogłoszeniu przez Europejski Bank Centralny programu skupu obligacji rządowych (*Outright Monetary Transactions, OMT*) państw strefy euro w sierpniu 2012 r. [*The international...*, 2013, s. 17].

Do silnego odbicia zagranicznych inwestycji portfelowych strefy euro doszło w 2013 r. Wzrost ten był częściowo spowodowany pewnymi czynnikami wewnętrznymi (krajowymi), tzn. poprawiającymi się fundamentami makroekonomicznymi gospodarek, dalszą redukcją określonego ryzyka „ogona” oraz poprawą wcześniejszego niedoważenia pozycji papierów wartościowych strefy euro w globalnych inwestycjach portfelowych [*The international...*, 2014, s. 16]. Z podobną reakcją inwestorów można było się spotkać w pierwszej połowie 2014 r. Nastąpił wtedy znaczący napływ inwestycji portfelowych zarówno w obszarze papierów udziałowych, jak i obligacji. Z kolei w drugiej połowie roku zmniejszyli oni swoją ekspozycję na papiery dłużne. Objęcie przez nich tego typu strategii wynikało z aktualnych i oczekiwanych środków, o charakterze standardowym i niestandardowym, podejmowanych przez Europejski Bank Centralny w tym okresie. Działania EBC doprowadziły bowiem, z jednej strony, do wzrostu wyceny instrumentów udziałowych strefy euro, z drugiej zaś – do zmniejszenia różnic w dochodach z obligacji tej strefy, charakteryzujących się różnym okresem zapadalności i różnymi segmentami ryzyka [*The international...*, 2015, s. 13–14].

<sup>9</sup> Ryzyko to wiąże się z tzw. nieznanymi niewiadomymi. Ich wystąpienie jest możliwe do określenia, ale wydają się one tak mało prawdopodobne, że nie bierze się ich pod uwagę [Patterson, 2015, s. 462].

Innym wskaźnikiem potwierdzającym spadek znaczenia euro w funkcji środka przechowywania wartości w sferze prywatnej będzie udział pozostających do spłaty międzynarodowych papierów dłużnych wyrażonych w euro, stanowiących walutę finansowania. Wskaźnik ten w okresie 2008–2016 zmniejszył się o 5,3 p.p. (tab. 8). Odwrotnie zaś kształtowała się pozycja dolara amerykańskiego. Waluta ta powiększyła wówczas swoją dominującą rolę na międzynarodowych rynkach długu kosztem wszystkich pozostałych walut o 13,3 p.p. Dlatego też udział jena japońskiego zmniejszył się o 3,2 p.p., zaś „innych” walut o 4,9 p.p. (tab. 8) w ciągu tego okresu.

**Tablica 8. Udział pozostających do spłaty międzynarodowych papierów dłużnych\* wyrażonych w euro, dolarach amerykańskich, jenach japońskich oraz grupie innych walut w latach 2008–2016 (w %; wg stałego kursu wymiany; na koniec okresu)**

Waluta \ Lata	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EUR	27,3	26,1	24,1	22,9	22,4	21,1	21,3	22,4	22,0
USD	49,7	51,6	53,7	55,5	57,0	59,9	60,9	61,4	63,0
JPY	5,8	5,1	4,8	4,4	4,0	3,4	3,1	2,9	2,6
Inne	17,2	17,2	17,4	17,2	16,7	15,6	14,7	13,3	12,3

\* Wskaźnik ten dotyczy wąskiego ujęcia (*narrow measure*). Składają się na niego emisje w walucie innej niż ta, która obowiązuje na terenie kraju pożyczkobiorcy [*The international...*, 2014, s. 21].

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [*The international...*, 2017, s. 54].

Od czasu globalnego kryzysu finansowego wysoko rozwinięte gospodarki zaczęły wystrzegać się emisji papierów dłużnych denominowanych w walucie obcej. Jeszcze przed kryzysem udział przedstawicieli powyższych gospodarek, do których możemy zaliczyć rezydentów w Stanach Zjednoczonych czy w krajach członkowskich UE nienależących do strefy euro, włączając Wielką Brytanię, stanowił około 70% całkowitej emisji papierów dłużnych denominowanych w euro. Powyższy kryzys spowodował, iż emisja międzynarodowego długu zaczęła opierać się na innych pożyczkobiorcach, w szczególności krajach rynków wschodzących, tradycyjnie zorientowanych na dolara amerykańskiego jako walutę finansowania. Chcieli oni bowiem skorzystać z historycznie niskiego poziomu stóp procentowych, występujących w niektórych zaawansowanych gospodarkach. Należy podkreślić, iż udział państw należących do rynków wschodzących w emisji papierów denominowanych w euro pozostał na poziomie około 10%, zaś w przypadku dolara stanowił on już jedną trzecią całkowitej emisji papierów denominowanych w tej walucie. Powyższy

czynnik odgrywa kluczową rolę w wyjaśnianiu stopniowego wzrostu udziału dolara amerykańskiego jako waluty finansowania [*The international...*, 2017, s. 21–22].

Udział euro w oficjalnych rezerwach dewizowych w gospodarce globalnej, według stałego kursu wymiany, po sześciu latach nieprzerwanego spadku, zwiększył się nieznacznie, tj. o 0,3 p.p., do poziomu 19,7% w 2016 r., w stosunku do 2015 r. (tab. 9). Sytuacja ta wskazuje, iż rola euro jako oficjalnego środka przechowywania wartości pozostała odporna na zwiększone ryzyko geopolityczne oraz inne szoki. Do tych szoków można zaliczyć m.in. wynik referendum w Wielkiej Brytanii na temat jej członkostwa w Unii Europejskiej czy niepewność towarzyszącą rezultatom przyszłych wyborów narodowych władz oraz ich następstwom, wynikającym z obranej przez te władze polityki ekonomicznej w niektórych państwach strefy euro. Ponadto fakt ustabilizowania poziomu wskaźnika rezerw sugeruje, iż pojawienie się ujemnego oprocentowania obligacji skarbowych, emitowanych przez część krajów UGW, nie zachwiało ogólnej pozycji euro jako międzynarodowej waluty rezerwowej, mimo iż część inwestorów uwzględniała tę kwestię w swoich decyzjach [*The international...*, 2017, s. 10]. Nie zmienia to jednak faktu, że na koniec 2016 r. udział euro w globalnych rezerwach dewizowych, po uwzględnieniu wahań kursu waluty, był niższy o 2 p.p. od stanu zaobserwowanego w 2008 r., tj. na początku globalnego kryzysu finansowego. Z kolei udział dolara amerykańskiego w tych rezerwach kontynuował stopniowy spadek. Na koniec 2016 r. wyniósł on 64% i był on o 1 p.p. mniejszy niż rok wcześniej oraz o ponad 5 p.p. mniejszy w porównaniu z 2008 r. [*The international...*, 2017, s. 10–11].

Powyższym średnioterminowym spadkiem euro i dolara w globalnych rezerwach towarzyszył wzrost udziału nietradycyjnych<sup>10</sup> walut, takich jak dolar australijski i kanadyjski oraz renminbi. Sytuacja ta może wskazywać na trend ku coraz większej wielobiegowości w międzynarodowym systemie monetarnym [*The international...*, 2015, s. 20]. W latach 2008–2015 udział nietradycyjnych walut w globalnych rezerwach wzrósł o ponad 4 p.p., osiągając 6,8% [*The international...*, 2016, s. 5]. Ponadto w 2016 r. można było zaobserwować ich dalszy wzrost, choć w bardziej umiarkowanym stopniu, tj. o 0,5 p.p., w porównaniu z poprzednim rokiem [*The international...*, 2017, s. 11].

<sup>10</sup> Do tych walut zalicza się waluty inne niż dolar amerykański, euro, jen japoński, funt szterling oraz frank szwajcarski [*The international...*, 2015, s. 20].

**Tablica 9. Udział kluczowych walut\* w oficjalnych rezerwach dewizowych na świecie w latach 2008–2016 (w %)**

Waluta \ Lata	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EUR	21,5	22,3	22,2	21,5	21,0	20,3	20,0	19,4	19,7
USD	69,2	68,2	66,8	66,8	66,5	66,4	65,8	65,0	64,0
JPY	2,9	2,5	2,7	2,6	3,3	3,8	4,2	4,2	4,2
GBP	3,9	3,5	3,4	3,3	3,3	3,2	3,1	4,1	4,4
AUD	–	–	–	–	1,1	1,4	1,6	1,9	1,8
CAD	–	–	–	–	1,1	1,5	1,7	2,0	2,0
CNY	–	–	–	–	–	–	–	–	1,1
Inne	2,6	3,4	4,9	5,9	3,7	3,3	3,6	3,5	2,7

\*według stałych kursów wymiany

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [The international..., 2017, s. 51].

Wzrost udziału dolara australijskiego i kanadyjskiego jako walut rezerwowych w znacznym stopniu wyjaśniano dwoma czynnikami, tj. dostrzeganiem wyższego ryzyka kredytowego wśród tradycyjnych emitentów walut rezerwowych oraz awersją do ryzyka na zagranicznych rynkach walutowych. Do intensyfikacji obu czynników dochodziło od 2009 r. Niemniej jednak uważano je za tymczasowe i strukturalne. Zarówno waluta Australii, jak i Kanady nie posiada bowiem wystarczająco dużych i płynnych rynków finansowych, aby mogła ona przyjąć rolę znaczącej waluty rezerwowej [The international..., 2013, s. 41]. Tę tezę potwierdza fakt, iż wzrost udziału powyższych walut w oficjalnych globalnych rezerwach został tymczasowo wstrzymany w połowie 2014 r. Z drugiej strony doszło do stopniowego wyłaniania się chińskiej renminbi, która w dłuższym okresie jest mniej ograniczona rozmiarem i głębokością swoich rynków kapitałowych [The international..., 2015, s. 20].

W 2015 r. Chiny zaczęły raportować do MFW niektóre z utrzymywanych oficjalnych zagranicznych rezerw walutowych, co mogło częściowo wpłynąć na spadek udziału euro w tych rezerwach [The international..., 2016, s. 5]. Z kolei od czwartego kwartału 2016 r. MFW wyróżnia oficjalne rezerwy denominowane w renminbi, zważywszy na włączenie tej waluty do koszyka SDR w październiku tegoż roku. Warto podkreślić, iż do września 2016 r. w koszyku tym znajdował się już dolar amerykański, euro, jen japoński oraz funt szterling [The international..., 2017, s. 11]. Spełnienie formalnych przesłanek klasyfikacji do tego koszyka było poparte tym, że gospodarka chińska charakteryzowała się bardzo dużym wskaźnikiem eksportu w ostatnich pięciu latach, co oznacza „swobodną wymienialność”

(*freely usable*<sup>11</sup>) jej waluty. Przypisanie renminbi do koszyka SDR wskazywało na dowód uznania jej potencjału jako waluty globalnej, co mogłoby przyspieszyć jej umiędzynarodowienie. Póki co, na koniec 2016 r. udział renminbi w oficjalnych rezerwach dewizowych na świecie ukształtował się na poziomie 1,1% [*The international...*, 2017, s. 11–12].

Modyfikacja koszyka SDR, poprzez włączenie do niego waluty chińskiej, odbyła się kosztem spadku udziału pozostałych jego walut, w szczególności euro, co jest bardzo wyraźnym symptomem obniżenia się międzynarodowej roli tej waluty. Jej udział zmniejszono bowiem aż o 6,47 p.p. do poziomu 30,93%, co odzwierciedla spadek znaczenia wspólnej waluty w międzynarodowym handlu i rezerwach walutowych. Z kolei waga funta szterlinga w koszyku SDR zmniejszyła się o 3,21 p.p. i wyniosła ona 8,09%, natomiast udział jena japońskiego spadł o 1,07 p.p. do poziomu 8,33%. Waga dolara amerykańskiego pozostała praktycznie bez zmian, obniżając się zaledwie o 0,17 p.p. do poziomu 41,73%. Natomiast początkowy udział renminbi w koszyku SDR ustalono na dość wysokim poziomie, tj. 10,82%. Przegląd tego koszyka jest dokonywany przez MFW raz na pięć lat. W wyniku poprzedniego przeglądu, który ustalił jego skład na okres od 1 stycznia 2011 r. do 31 września 2016 r., udział euro wzrósł o ponad 3 p.p., tj. do 37,4% [Skopiec, 2017, s. 178–180].

Warto także odnieść się do sytuacji funta szterlinga jako waluty rezerwowej. Mimo niepewności spowodowanych wynikiem referendum na temat członkostwa Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej w czerwcu 2016 r. oraz w konsekwencji późniejszymi przygotowaniem tego kraju do rozpoczęcia formalnego procesu opuszczenia jej struktur, udział funta w oficjalnych rezerwach walutowych na świecie w dalszym ciągu zwiększał się. Wzrost ten, zapoczątkowany w 2015 r. (o 1 p.p.), w 2016 r. był mniej okazały i wyniósł on 0,3 p.p., osiągając poziom 4,4%. Można więc zaobserwować, iż powyższa decyzja nie skłoniła znacznej części zarządzających oficjalnymi rezerwami walutowymi do zmiany poglądu na temat znaczenia funta szterlinga w długim okresie. Mimo sześciu lat nieprzerwanego spadku jego udziału w globalnych rezerwach w okresie 2009–2014, waluta ta odzyskała miano trzeciej waluty rezerwowej kosztem jena japońskiego, którego udział w latach 2014–2016 notowany był na stałym poziomie 4,2% [por. *The international...*, 2017, s. 11, 51].

Współczesna gospodarka światowa odznacza się dynamiczną akumulacją rezerw walutowych. Politykę tę prowadzą głównie kraje wschodzące i rozwijające się. Z kolei dominującą walutą rezerwową pozostaje dolar

<sup>11</sup> MFW określa taką walutę jako powszechnie mającą zastosowanie w dokonywaniu płatności w transakcjach międzynarodowych oraz będącą w szerokim obrocie na głównych rynkach walutowych.

amerykański. Dzieje się tak pomimo spadku znaczenia Stanów Zjednoczonych w gospodarce światowej, zapoczątkowanego w tym kraju globalnego kryzysu finansowego, a także utrzymującego się w nim znacznego deficytu bilansu obrotów bieżących. Jednakże wraz z rosnącą pozycją Chin w gospodarce globalnej i handlu międzynarodowym wzrasta również rola waluty tego kraju. Szczegółne znaczenie ma przy tym fakt, iż umiędzynarodowienie renminbi jest procesem kreowanym oraz kontrolowanym przez państwo. Ponadto proces ten wynika z przekonania, że rola Chin w międzynarodowych stosunkach walutowych wciąż jest nieadekwatna do pozycji tego państwa w realnej sferze gospodarki globalnej [Skopiec, 2015, s. 90].

### **Zakończenie**

Waluta międzynarodowa jest jednostką pieniężną wykorzystywaną poza granicami państwa lub obszaru gospodarczego. Postanowienie o umiędzynarodowieniu nie ma charakteru formalnego. Decyduje o tym rzeczywiste jej zastosowanie w obrotach walutowych. W sferze oficjalnej stosują ją m.in. banki centralne, natomiast w prywatnej przedsiębiorstwa, banki, osoby indywidualne czy instytucje finansowe. Funkcje przypisane do waluty światowej są takie same jak w przypadku tradycyjnego pieniądza, tj. środek płatniczy, miernik wartości i środek przechowywania wartości. Funkcje te silnie wiążą się ze sobą w obu sferach. Ponadto umiędzynarodowienie danej waluty przynosi jej państwu wiele korzyści, tj. seniorat, redukcję kosztów transakcyjnych i zabezpieczających w obrocie międzynarodowym, „nadmierny przywilej” czy częściowe oddzielenie od zaburzeń zewnętrznych. Mimo korzyści pojawiają się także koszty, tzn. utrudnienia w prowadzeniu polityki pieniężnej, ubezpieczenie określane „nadmiernym” zobowiązaniem czy konieczność ograniczania ryzyka niedostatku płynności waluty światowej.

Euro już od momentu wprowadzenia zyskało status drugiej, po dolarze amerykańskim, waluty międzynarodowej. W pierwszej fazie funkcjonowania strefy euro, tj. w latach 1999–2007, międzynarodowa rola wspólnej waluty systematycznie wzrastała, a jej rozwój miał charakter dynamiczny i obejmował wszystkie funkcje pieniądza światowego. Jednakże wskutek globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2009 i kryzysu zadłużenia w strefie euro w latach 2010–2012 wzrost ten został zahamowany. Ponadto kryzys spowodował spadek zaufania zagranicznych inwestorów do wspólnej waluty, a w konsekwencji spadek popytu transakcyjnego i inwestycyjnego na euro, co przełożyło się na zmniejszenie jej międzynarodowej roli w latach 2008–2016. Ma to swoje odzwierciedlenie w spadkach większości zaprezentowanych wskaźników, które charakteryzują

stopień umiędzynarodowienia danej waluty w ramach jej poszczególnych funkcji. Do spadków tych wskaźników doszło częściowo w funkcji środka płatniczego oraz środka przechowywania wartości. Do wyjątków należy zaliczyć funkcję miernika wartości w sferze oficjalnej, gdzie euro, stanowiące kotwicę kursu walutowego, charakteryzowało się wysokim stopniem stabilności z powodu czynników geograficznych i instytucjonalnych. Natomiast w sferze prywatnej tej funkcji nastąpił wzrost udziału euro jako waluty rozliczeniowej bądź fakturowania w przypadku eksportu usług. Ponadto na spadki wskaźników miały wpływ trendy rozwojowe w światowym systemie walutowym, przejawiające się we wzroście znaczenia renminbi w tym systemie oraz utrzymującą się w nim pozycją dominującą dolara amerykańskiego. Powyższe konkluzje potwierdzają hipotezę na temat spadku międzynarodowej roli euro w globalnym systemie pieniężnym po 2007 r.

Z historii ekonomii wynika, iż wszelkie zmiany w międzynarodowej pozycji danej waluty następują niezwykle wolno. Wynika to w dużej mierze z tzw. zewnętrznych czynników sieciowych (*network externalities*). Prowadzą one do sytuacji, że przydatność danej waluty wynika głównie z faktu jej stosowania przez inne podmioty. Tak więc im większa liczba użytkowników określonej waluty, tym większa użyteczność dla wszystkich ją stosujących. Oznacza to, że uczestnicy rynków walutowych, mając do czynienia z walutą dominującą, szybko nie przestawiają się na inną walutę. To tłumaczy, dlaczego funt szterling pozostał wiodącą walutą międzynarodową do II wojny światowej, mimo iż Wielka Brytania straciła pozycję gospodarki dominującej na rzecz Stanów Zjednoczonych na początku XX wieku. Stąd też można sądzić, iż dolar amerykański pozostanie walutą dominującą w międzynarodowym systemie walutowym w najbliższym czasie [De Grauwe, 2016, s. 252]. Jednakże z analizy historii walut międzynarodowych i zmian ich znaczenia od okresu sprzed naszej ery do XXI wieku można wywnioskować, że prędzej czy później straci on ją na korzyść innej waluty [Pszczółka, 2011, s. 81]. Czy będzie to waluta euro? Nie można tego wykluczyć. Trzeba bowiem pamiętać, że państwa należące do UGW włożyły bardzo wiele wysiłku w przezwycięzenie największego kryzysu w historii Unii Europejskiej. W rezultacie gospodarki strefy euro wróciły już na ścieżki wzrostu. Obecnie proponuje się szereg przedsięwzięć, których realizacja niewątpliwie wzmocniłaby potencjał gospodarczy UGW i zwiększyłaby rolę Unii w gospodarce światowej. Do przedsięwzięć tych należą m.in.: powołanie wiceprzewodniczącego Komisji Europejskiej odpowiedzialnego za finansowanie i rozwój strefy euro, utworzenie Europejskiego Systemu Walutowego oraz dokończenie budowy unii bankowej i unii fiskalnej [Stańczuk, 2018, s. A27].



## Literatura

10. rocznica EBC (2008), EBC, „Biuletyn Miesięczny”.
- Benassy-Quere A. (2015), *The euro as an international currency*, G-MonD Working Paper, No. 41.
- Bourrinet J., Vigneron P. (2011), *Paradoksy strefy euro*, UE w Poznaniu, Poznań.
- CLS (2017), <https://www.cls-group.com/About/CG/Pages/default.aspx>, dostęp: 24.08.2017.
- De Grauwe P. (2016), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, New York.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE. Tekst mający znaczenie dla EOG (2014), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 173, 12.06.2014, s. 349–496.
- ECB (2016), *Euro area quarterly balance of payments and international investment position (second quarter of 2016)*, Press release on 7 October, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/bop/2016/html/bq161007.en.html>, dostęp: 30.08.2017.
- ECB (2017a), *Asset purchase programmes*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>, dostęp: 31.08.2017.
- ECB (2017b), *Euro area quarterly balance of payments and international investment position (fourth quarter of 2016)*, Press release on 6 April, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/bop/2017/html/bq170406.en.html>, dostęp: 30.08.2017.
- Euro area statistics* (2012), ECB, „Monthly Bulletin”, No. 5.
- Euro area statistics* (2013), ECB, „Monthly Bulletin”, No. 5.
- Euro area statistics* (2014), ECB, „Monthly Bulletin”, No. 5.
- External transactions and positions* (2017), ECB, „Statistics Bulletin”, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000019>, dostęp: 18.08.2017.
- Financial developments* (2015), ECB, „Economic Bulletin”, No. 1.
- Giżyński J., Wierzbą R. (2013), *Funkcjonowanie euro jako waluty międzynarodowej w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2, cz. 4.
- IMF (2017), *Factsheet: Special Drawing Right*, <http://www.imf.org/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR?pdf=1>, dostęp: 31.12.2017.
- Komisja Europejska (2017), *Dokończenie budowy Unii Gospodarczej i Walutowej. Wkład Komisji do Agendy przywódców*, [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/further-steps-completing-emu\\_pl.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/further-steps-completing-emu_pl.pdf), dostęp: 31.12.2017.
- Komisja Wspólnot Europejskich (2008), *10 lat istnienia unii gospodarczej i walutowej – sukcesy i wyzwania*, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, Komitetu Regionów oraz Europejskiego Banku Centralnego, KOM(2008) 238 wersja ostateczna, Bruksela, 7 maja.
- Małecka E., Wierzbą R. (2008), *Wzrost znaczenia euro jako waluty międzynarodowej*, w: J. Bieliński, M. Czerwińska (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach zakłóceń na rynkach finansowych*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot.

- Markiewicz M. (2015), *Współczesne systemy kursowe*, w: M. Markiewicz, U. Mrzygłód (red.), *Finanse międzynarodowe*, PWE, Warszawa.
- NBP (2010), *Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym (MSW)*, Departament Integracji ze Strefą Euro (DISE), Grudzień.
- Oreżniak L. (2008), *Euro – pieniądz międzynarodowy*, „Bank i Kredyt”, nr 1.
- Patterson R. (2015), *Kompendium terminów z zakresu bankowości po polsku i angielsku*, Stämpfli Polska Sp. z o.o., Warszawa, <http://www.mf.gov.pl/documents/764034/1399171/Glosariusz+SPPW+-+Bankowosc.pdf>, dostęp: 24.08.2017.
- Pszczółka I. (2011), *Współczesne waluty międzynarodowe*, CeDeWu, Warszawa.
- Raport roczny 2013* (2014), EBC, Frankfurt nad Menem.
- Raport roczny 2015* (2016), EBC, Frankfurt nad Menem.
- Raport roczny 2016* (2017), EBC, Frankfurt nad Menem.
- Redo M. (2017), *Benefits of membership of Exchange Rate Mechanism – ERM II – alternatives to Poland's adoption of euro*, „Central European Review of Economics and Management”, Vol. 1, No. 1.
- Skopiec D. (2015), *Rola specjalnych praw ciągnięcia we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym*, „Gospodarka Narodowa”, nr 5.
- Skopiec D. (2017), *Wewnętrzne i zewnętrzne determinanty międzynarodowej roli euro*, w: L. Oreżniak (red.), *Reforma strefy euro po kryzysie finansowym 2007–2009 i jej konsekwencje*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Stańczuk M. (2018), *Bez euro skończy się jazda na gapę*, „Rzeczpospolita”, 13 lutego.
- The international role of the euro* (2009), ECB, Frankfurt am Main, July.
- The international role of the euro* (2010), ECB, Frankfurt am Main, July.
- The international role of the euro* (2011), ECB, Frankfurt am Main, July.
- The international role of the euro* (2012), ECB, Frankfurt am Main, July.
- The international role of the euro* (2013), ECB, Frankfurt am Main, July.
- The international role of the euro* (2014), ECB, Frankfurt am Main, July.
- The international role of the euro* (2015), ECB, Frankfurt am Main, July.
- The international role of the euro* (2016), ECB, Frankfurt am Main, June.
- The international role of the euro* (2017), ECB, Frankfurt am Main, July.
- The international role of the euro: main developments since the inception of Stage Three of Economic and Monetary Union* (2003), ECB, „Monthly Bulletin”, No. 11.
- Tymoczko I.D. (2013), *Analiza porównawcza systemów kursu walutowego*, „Materiały i Studia”, NBP, Zeszyt nr 287.

### Użyte skróty

- APP – program skupu aktywów (*asset purchase programme*)  
EBC – Europejski Bank Centralny  
MFW – Międzynarodowy Fundusz Walutowy  
SDR – specjalne prawa ciągnięcia (*Special Drawing Rights*)  
UGW – Unia Gospodacza i Walutowa

### Streszczenie

Głównym celem artykułu jest przedstawienie najważniejszych aspektów teoretycznych z zakresu internacjonalizacji danej waluty oraz analiza międzynarodowej

roli euro od początku jej funkcjonowania. Szczegółowej analizy dokonano w oparciu o wybrane wskaźniki w okresie 2008–2016. Zdaniem autorów wskaźniki te najlepiej charakteryzują międzynarodową pozycję euro i umożliwiają potwierdzenie hipotezy dotyczącej spadku znaczenia euro jako waluty międzynarodowej po 2007 r.

Waluta międzynarodowa jest jednostką pieniężną, którą wykorzystuje się poza granicami państwa lub obszaru gospodarczego. Postanowienie o umiędzynarodowieniu nie ma charakteru formalnego. Decyduje o tym rzeczywiste jej zastosowanie w obrotach walutowych w sferze prywatnej i oficjalnej. Funkcje przypisane do waluty światowej są takie same jak w przypadku tradycyjnego pieniądza, tj. środek płatniczy, miernik wartości i środek przechowywania wartości. Wiązą się one silnie ze sobą w obu sferach. Ponadto umiędzynarodowienie danej waluty wiąże się z korzyściami dla kraju ją emitującego, jak i pewnymi kosztami. Euro już od momentu wprowadzenia zyskało status drugiej waluty międzynarodowej. W latach 1999–2007 jej międzynarodowa rola systematycznie wzrastała, a jej rozwój obejmował wszystkie funkcje pieniądza światowego. Jednakże wskutek globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2009 i kryzysu zadłużenia w strefie euro w latach 2010–2012 wzrost ten został zahamowany. Kryzys spowodował spadek zaufania zagranicznych inwestorów do wspólnej waluty, a w konsekwencji spadek popytu transakcyjnego i inwestycyjnego na euro, co przełożyło się na zmniejszenie jej międzynarodowej roli w latach 2008–2016. Ma to swoje odzwierciedlenie w spadkach większości zaprezentowanych wskaźników, które charakteryzują stopień umiędzynarodowienia euro w ramach jej poszczególnych funkcji. Przyczyną ich spadku były także trendy rozwojowe światowego systemu walutowego, przejawiające się we wzroście znaczenia renminbi w tym systemie oraz utrzymującą się w nim hegemonią dolara amerykańskiego.

## **Słowa kluczowe**

euro, waluta międzynarodowa

## **The fall of importance of the euro as international currency (Summary)**

The main aim of this article is to present the most important theoretical aspects concerning internationalisation of the given currency and analysis of the international role of the euro from the beginning of its functioning. The detailed analysis has been conducted basing on the selected indicators in the period of 2008–2016. According to the authors of this article, these indicators best characterise the international position of the euro and they enable to confirm a hypothesis concerning decline in the importance of the euro as the international currency after 2007.

International currency is a monetary unit used outside the country or an economic area. A provision about its internationalisation is not based on formal status but on real usage in the private and official sphere. Functions assigned to global currency are the same as they are in the case of traditional money, i.e. medium of exchange, unit of account and store of value. These functions are strongly connected with each other in both spheres. Moreover, the internationalisation

of the given currency brings both benefits and costs for the country which issues it. Euro, since its introduction, has gained the status of the second international currency. In the period of 1999–2007 its international role was growing systematically and its development was encompassing all the global currency functions. Nevertheless, due to global financial crisis from the period of 2007–2009 and debt crisis in the euro area from the period of 2010–2012 the above mentioned growth was slowed down. The crisis induced decline of international investors' confidence to the single currency, and therefore, it undermined transaction and investment demand on euro, with a negative impact on its international role over the period of 2008–2016. That is reflected in downward of the most of presented indicators which best characterise a degree of internationalisation of the euro within its particular functions. The reason for their fall were also development trends in the global currency system, demonstrated by the increase in the importance of renminbi in this system and remaining, within this system, hegemony of American dollar.

**Keywords**

euro, international currency