

prof. dr hab. Tomasz Grzegorz Grosse
dr hab. Piotr Koryś

Ekspertyza dotycząca międzynarodowej roli euro

Instytut Sobieskiego

ul. Lipowa 1a lok. 20
00-316 Warszawa

105, 118, 127 

CN Kopernik 

tel. 22 826 67 47
sobieski@sobieski.org.pl
sobieski.org.pl

KRS 0000227107
NIP 526-286-74-93
REGON 140165178

Spis treści

Wnioski	3
1. Wprowadzenie	5
2. Krótka ocena obecnej pozycji euro na tle innych walut o zasięgu globalnym – udział w rozliczeniach handlowych, w aktywach rezerwowych, pozycja euro na międzynarodowych rynkach finansowych, inne potencjalne determinanty siły waluty.	5
3. Potencjał rozwojowy euro w polityce handlowej z uwzględnieniem różnych sektorów gospodarczych (np. energetycznego, surowcowego, rolnego, transportowego).	15
4. Analiza możliwości rozwojowych unijnego rynku finansowego i jego znaczenie dla międzynarodowej roli euro	20
4.1. Wpływu brexitu – możliwość rozwoju nowych centrów finansowych w UE, infrastruktury rynku finansowego, przenoszenia operacji finansowych firm europejskich na kontynent.	20
4.2. Znaczenia prac nad budową Unii Bankowej i Unii Rynków Kapitałowych – potencjał do wzmacniania stabilności finansowej UE oraz rozwoju alternatywnych źródeł finansowania dla przedsiębiorstw (rozwój finansowania z rynku kapitałowego) z uwzględnieniem skutków pandemii COVID-19.	24
4.3. Wpływu emisji przez UE dłużnych papierów wartościowych dla ograniczania skutków pandemii COVID-19 dla rynku pracy i sfinansowania odbudowy po kryzysie wywołanym pandemią (instrument SURE i Next Generation EU) – potencjał do powstania tzw. safe asset, wpływ na emisje obligacji skarbowych poszczególnych państw UE (zarówno euro, jak i non-euro).	32
5. Analiza geoeconomicznego znaczenia prac nad cyfrowym euro jako odpowiedzią na konkurencję ze strony podmiotów prywatnych oraz państw trzecich.	38
6. Ocena znaczenia stabilności i odporności gospodarki i systemu finansowego UE dla międzynarodowej pozycji euro.	42
7. Ocena znaczenia wzmocnienia międzynarodowej roli euro dla budowy unijnej autonomii strategicznej – czy wzmocnienie roli euro jest niezbędne dla tego procesu?	45
8. Ocena skutków wzmocnienia międzynarodowej roli euro dla państw członkowskich UE pozostających poza strefą euro w tym Polski. Wpływ wzmocnienia międzynarodowej roli euro na proces konwergencji państw członkowskich. Rekomendacje działań dla Polski.	49
9. Podsumowanie	52

Wnioski

Euro ma pewne cechy **waluty międzynarodowej** jako **waluta rezerwowa**, oraz jako **waluta na międzynarodowych rynkach finansowych**. Jednocześnie znaczenie euro jako **globalnego środka fakturowania dóbr/surowców (towarów)** jest znacząco mniejsze niż dolara i skoncentrowane regionalnie.

Oddziaływanie euro ma **zasięg** przede wszystkim **regionalny**. Co więcej, w pewnych obszarach rosnące znaczenie waluty chińskiej, a także walut niektórych krajów surowcowych może wpływać na relatywne dalsze osłabienie znaczenia euro jako waluty międzynarodowej.

UE jest jedną z największych i najlepiej rozwiniętych gospodarek świata. Dlatego **największym atutem euro jako waluty międzynarodowej jest rynek wewnętrzny**. Jednak rynek UE rozwija się relatywnie wolno. Dodatkowo, gospodarka UE boryka się z problemami strukturalnymi, których nie rozwiązało wprowadzenie euro.

Obecna, relatywnie **słaba pozycja euro na globalnych rynkach ma źródła w słabości gospodarki europejskiej** – w tym niestabilności, niepełnej instytucjonalizacji ładu gospodarczego w UE i relatywnej płytkości europejskich rynków finansowych. Dlatego euro w najbliższym czasie nie stanie się równorzędnym „partnerem” dla dolara amerykańskiego.

Problemem gospodarki strefy euro (i całej UE) jest utrzymująca się **rozbieżność interesów gospodarczych państw narodowych**. Unifikacji interesów gospodarczych miało sprzyjać utworzenie strefy euro oraz towarzyszący temu Pakt Stabilności i Wzrostu. Jednak przyniosło to niewielkie rezultaty. Pakt Stabilności i Wzrostu nie daje poczucia bezpieczeństwa zewnętrznym inwestorom i nie jest wsparciem dla globalnej pozycji euro.

UGW jest mechanizmem wsparcia dla europejskiego, a zwłaszcza niemieckiego eksportu (choć także dla innych państw mających nadwyżkę eksportową). Tworzy to nierównowagę w ramach UGW, co jest obciążeniem dla południowej części unii walutowej, a tym samym stwarza zagrożenie kryzysami. Wynikająca z tego **sprzeczność interesów w ramach UGW utrudnia odpowiednie reformy instytucjonalne, a tym samym ogranicza możliwości zbudowania autonomii strategicznej UE i siły euro** jako waluty międzynarodowej.

Unia Bankowa jest dobrym przykładem **niedokończonych reform w strefie euro**, które nie spełniają pokładanych nadziei na wzmocnienie tej strefy, a tym samym w niewystarczającym stopniu stanowią zabezpieczenie przed kolejnymi kryzysami gospodarczymi. Jest to przykład słabości instytucjonalnej, która zmniejsza możliwości wzmocnienia międzynarodowej roli euro.

Unia Rynków Kapitałowych ma pogłębić i poszerzyć europejskie rynki finansowe. Jej wprowadzenie napotyka na bariery polityczne. Próby liberalizacji rynków wprowadzane odgórnie konkurują w procesie politycznym ze skłonnościami protekcjonistycznymi. O ile nadmierna liberalizacja grozi destabilizacją gospodarki europejskiej, to **strategie**

protekcjonistyczne nie będą sprzyjać szybkiemu wzrostowi znaczenia rynku kapitałowego UE, a tym samym umacnianiu międzynarodowej pozycji euro.

Dla instytucji finansowych brexit oznaczał straty wynikające z raptownych zmian regulacyjnych i niestabilności. W UE skutkiem okazała się presja na osłabienie nadzoru nad rynkami finansowymi, a także ryzyko zróżnicowania standardów regulacyjnych i wynikająca z tego groźba arbitrażu regulacyjnego. **Długookresowym skutkiem brexitu może być fragmentaryzacja rynków finansowych oraz rosnącą konkurencją między narodowymi centrami finansowymi w UE.** Zjawiska te osłabiają międzynarodową pozycję euro. W ich wyniku pojawiły się próby wzmocnienia jednolitych standardów w zakresie regulacji rynków finansowych. Oprócz wprowadzenia regulacji europejskich planowane jest wzmocnienie kompetencji nadzorczych instytucji UE. Próby wzmocnienia instytucji UE wywołują spory między tymi podmiotami oraz rywalizację między państwami, które mają rozbieżne interesy.

Next Generation EU mógłby przyczynić się do znacznego pogłębienia europejskich rynków finansowych czyniąc z nich alternatywę dla rynku amerykańskiego; wzmocnić procesy pogłębienia integracji fiskalnej oraz dać bodziec do przyspieszenia rozwoju i wzrostu konkurencyjności gospodarki europejskiej. Wydaje się jednak, że **mechanizm ten nie odegra roli „momentu hamiltonowskiego” w gospodarce europejskiej.** Dlatego NGEU, jak i inne emisje wspólnego długu przez Komisję Europejską tylko w niewielkim stopniu mogą przyczynić się do rozwoju międzynarodowej roli euro.

Cyfryzacja euro wspomogłoby z proces cyfryzacji gospodarki europejskiej i stanowiłaby zachętę do rozwijania innowacyjnych rozwiązań w dziedzinie płatności detalicznych. Jak się wydaje, **tylko w ograniczonym stopniu wsparłaby proces dalszego umiędzynarodowienia waluty europejskiej.**

Nie są w dalszym ciągu rozwiązane poważne **problemy strefy euro, takie jak brak równowagi makroekonomicznej lub nadmierny dług publiczny** państw w tej strefie, co znacząco osłabia szanse na wzmocnienie międzynarodowej roli wspólnej waluty.

W polskim interesie jest przede wszystkim stabilna pozycja euro jako waluty regionalnej. Wzrost globalnego znaczenia euro, o ile w przyszłości nastąpi, największe korzyści przyniesie niewielkiej liczbie najważniejszych europejskich centrów finansowym, a może niekorzystnie wpłynąć na sytuację europejskich eksporterów (w tym w szczególności tych, którzy wytwarzają produkty nie znajdujące się w końcowych ogniwa łańcuchów produkcji).

1. Wprowadzenie

Celem ekspertyzy jest zbadanie międzynarodowej roli europejskiej waluty jako potencjalnego instrumentu budowy autonomii strategicznej UE. Chodzi więc o zbadanie oddziaływania reżimu monetarnego w Europie na budowanie pozycji geopolitycznej UE w regionie oraz w skali światowej. W ekspertyzie zostanie przeanalizowana dotychczasowa rola międzynarodowa euro, a także najważniejsze reformy wprowadzone pod wpływem kryzysu w strefie euro po roku 2010 oraz po kryzysie pandemicznym. W szczególności zostanie zbadany wpływ funduszu odbudowy, czyli instrumentu *Next Generation EU*, a także tzw. *save assets*, czyli aktywów będących w założeniu bezpiecznymi dla inwestorów.

2. Krótka ocena obecnej pozycji euro na tle innych walut o zasięgu globalnym – udział w rozliczeniach handlowych, w aktywach rezerwowych, pozycja euro na międzynarodowych rynkach finansowych, inne potencjalne determinanty siły waluty.

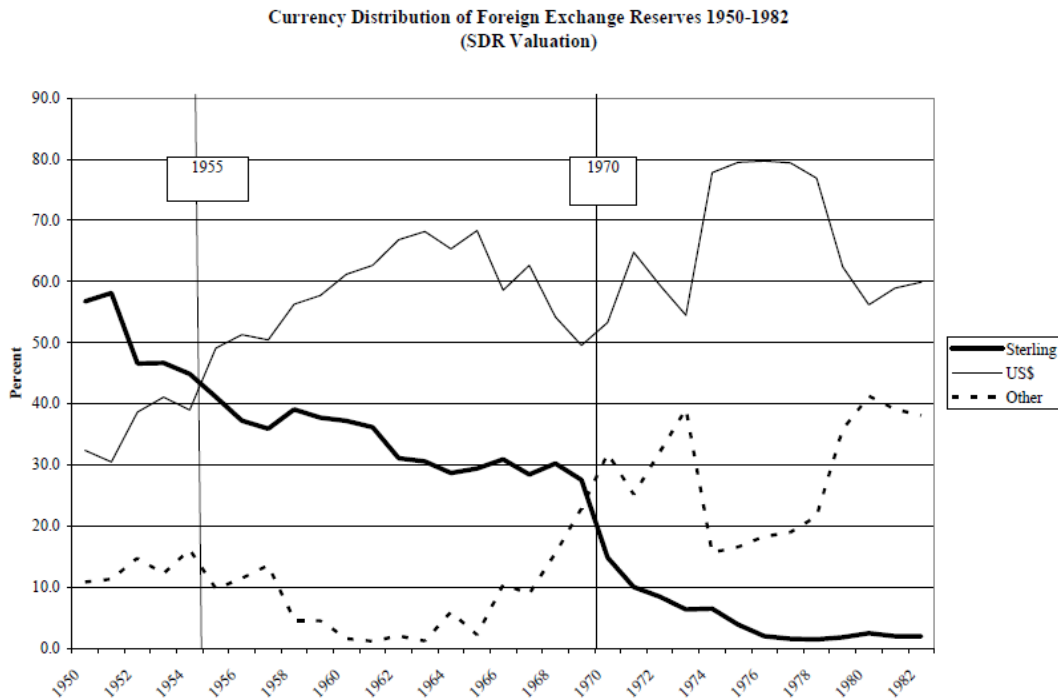
Kształtowanie się walut międzynarodowych/globalnych (tzn. o zasięgu wykraczającym poza granice państwa emitenta) ma różnorodne źródła. Podstawowe to rozmiary i siła gospodarki (stąd pozycja funta sterlinga w XIX wieku i dolara po II wojnie światowej) oraz potęga polityczna i militarna (choć tu wpływ na pozycję waluty najtrudniej skwantyfikować). Ponadto ważna jest polityka handlowa kraju, którego waluta zyskuje taki status. Internacjonalizacja waluty jest też związana z niskim poziomem inflacji i stabilnym kursem (co do lat 1970 dolarowi dodatkowo gwarantował system z Bretton Woods). Po trzecie istotne są rozmiary rynków finansowych. Siła waluty może też być wzmacniana wskutek sprzężeń zwrotnych, w szczególności za pośrednictwem rosnących pozytywnych zewnętrznych efektach sieciowych wynikających z użycia jednej waluty¹.

¹ E. Papaioannou, R. Portes, Cost and benefits of running an international currency, *European Economy. Economic Papers*, 348/2008.

W okresie międzywojennym walutami o charakterze globalnym były tracący na znaczeniu funt sterling, dziedziczący pozycję jeszcze z okresu XIX-wiecznej hegemonii politycznej i gospodarczej Wielkiej Brytanii oraz dolar amerykański². Stan ten był niestabilny – znaczenie międzynarodowe Wielkiej Brytanii spadało, co potwierdziła kolejna wojna światowa. W okresie po II wojnie światowej ukształtowała się nowa struktura walut o zasięgu globalnym, do czego przyczyniły się porozumienia z Bretton Woods, potwierdzające hegemoniczną rolę USA w ładzie światowym (a dokładniej, w jego kapitalistycznej części). Po ukształtowaniu się systemu z Bretton Woods rola dolara ostatecznie stała się dominująca (por. wykres 1, tabela 1). W latach 1960., rezerwy walutowe przechowywane w dolarach stanowiły już pomiędzy 60 a 70% wszystkich rezerw walutowych, a w dalszym okresie zmiany w strukturze rezerw walutowych wynikały przede wszystkim ze spadku znaczenia funta na rzecz nowych walut rezerwowych, przede wszystkim niemieckiej marki, jena japońskiego (a więc walut nowych potęg gospodarczych) i franka szwajcarskiego. Jeszcze w roku 1965 dolar amerykański i funt sterling odpowiadały łącznie niemal za 100% alokowanych rezerw, lecz w ciągu kolejnej dekady znaczenie funta uległo ostatecznemu załamaniu³.

² B. Eichengreen, *International Currencies Past, Present and Future: Two Views from Economic History* (October 21, 2014). Bank of Korea WP 2014-31, <https://ssrn.com/abstract=2580651> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2580651>

³ C. Schenk, *The Retirement of Sterling as a Reserve Currency after 1945: Lessons for the US Dollar?* CIRJE WP, May 2009; C. Schenk, *The decline of Sterling. Managing the Retreat of an International Currency, 1945–1992*, CUP, Cambridge 2010.

Wykres 1. Waluty, w których przechowywane są rezerwy walutowe 1950-1982


Źródło: C. Schenk, What does the historical record suggest about the current proposals to reform the international monetary system? http://www.glasgowheart.org/media/media_139474_en.pdf

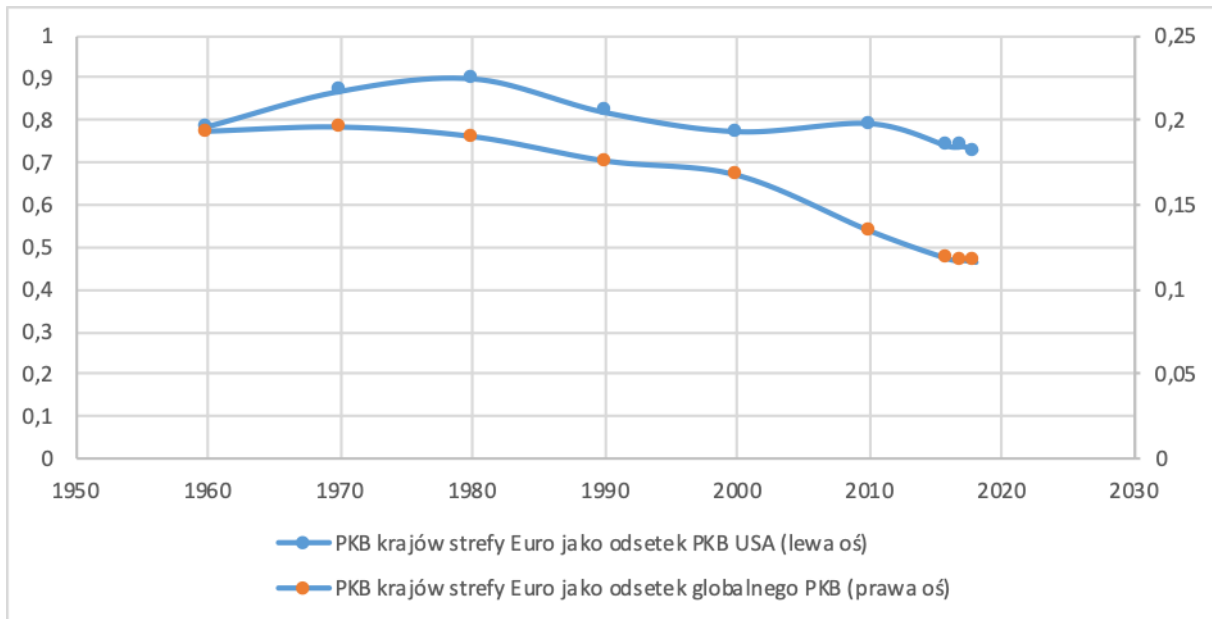
Jednocześnie wzrastało znaczenie walut krajów Europy Zachodniej, a więc krajów przyszłej strefy Euro. Fundamentem tego wzrostu znaczenia stała się współpraca gospodarcza krajów Europy Zachodniej po roku 1945, proces integracji europejskiej oraz rozwój gospodarczy Europy. Ważną rolę odegrał proces integracji walutowej zapoczątkowany powołaniem Europejskiej Unii Płatniczej w roku 1950. Odbudowa gospodarcza Europy poprzedziła wzrost globalnego znaczenia walut europejskich (podobna sytuacja miała miejsce w przypadku Japonii). Podstawą dla wzrostu międzynarodowego, a zwłaszcza pozaeuropejskiego znaczenia walut kontynentalnej Europy stał się nie tylko wzrost PKB w stosunku do USA (wykres 2), ale również dynamiczny wzrost eksportu krajów regionu. Procesy te uległy wyhamowaniu i odwróceniu w latach 1980, a wprowadzenie euro miało tylko krótkookresowy pozytywny skutek.

W roku 1975 powstała EUA (Europejska Jednostka Rozrachunkowa), wykorzystywana tylko do celów rozrachunkowych. W roku 1979 na jej podstawie utworzono ECU, protoplastę Euro, i stał się on nie tylko jednostką rozrachunkową, ale i formą przechowywania rezerw walutowych, zwłaszcza dla państw EWG. Euro zostało utworzone w roku 1997, a w efekcie likwidacji uległo szereg walut międzynarodowych, w tym waluty spełniające od początku lat 1970 funkcję globalnych walut rezerwowych (w szczególności marka niemiecka, frank francuski, gulden holenderski) (por tab 1.).

Dziś strefa euro pod względem rozmiarów nie odbiega znacząco od gospodarki amerykańskiej (stanowi około 70% jej rozmiarów), długookresowa dynamika PKB też jest podobna (choć w ostatniej dekadzie USA rozwijało się wyraźnie szybciej, por. wykres 2). Podobnie euro jest walutą stabilną kursowo (zwłaszcza w parze z dolarem), a poziom inflacji w strefie euro jest niski. Poziom złożoności rynków finansowych należy do najwyższych na świecie, podobnie jak ich rozmiary, choć wciąż USA utrzymują tu przewagę. Wreszcie siła polityczna, zarówno wewnętrzna (wynikająca ze spoistości polityki, w tym gospodarczej), jak i zewnętrzna strefy euro odróżnia się wyraźnie na niekorzyść w stosunku od amerykańskiej. Pierwsze trzy przesłanki pozwalały na początku XX wieku formułować oczekiwania dalszego wzrostu umiędzynarodowienia euro, czy nawet ukształtowania się diady międzynarodowych walut⁴. Jednak do dziś euro pozostaje w cieniu dolara. Pomimo wysuwanych w I dekadzie XX wieku hipotez, że euro może zastąpić dolara jako globalna waluta rezerwowa, na razie nie ma podstaw, by przypuszczać że stanie się to w najbliższym czasie. Ponadto powolny spadek znaczenia strefy euro w globalnej gospodarce kosztem gospodarek azjatyckich nie sprzyja takiej zmianie (por. wykres 2).

⁴ C. Schenk, What does the historical record suggest about the current proposals to reform the international monetary system? http://www.glasgowheart.org/media/media_139474_en.pdf

Wykres 2. PKB krajów strefy euro jako odsetek PKB USA oraz globalnego



Źródło: Maddison Project, obliczenia własne. Uwaga, dawne kraje socjalistyczne uwzględniono od 1990 roku.

Globalne waluty rezerwowe

Po rozpadzie systemu z Bretton Woods jedynie kilka walut stało się walutami, w których przechowywane są rezerwy walutowe. Spośród nich największe znaczenie utrzymuje dolar, pomimo utraty funkcji, którą miał w systemie z Bretton Woods. Euro jest drugą co do znaczenia z tych walut rezerwowych. Tabela 1 pokazuje, że wzrost znaczenia walut europejskich (zwłaszcza marki zachodnioniemieckiej/niemieckiej) jako walut rezerwowych nastąpił w okresie schyłku znaczenia funta oraz uzyskania przez RFN statusu globalnego eksportera. Euro, a wcześniej waluty krajów Euro, po kryzysie naftowym stanowiły 25-35% globalnych rezerw alokowanych w XX wieku, a w XXI wieku 20-25% (czasem nieco poniżej 20%)⁵.

⁵ B. Eichengreen, L. Chițu, A. Mehl, *Stability or upheaval? The currency composition of international reserves in the long run*. ECB WP 1715, 2014, online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1715.pdf>; F. Seitz, *The Circulation of Deutsche Mark Abroad*; Bundesbank Discussion Paper 1/1995; G. Tavlas, *On the international use of currencies: the case of the Deutsche Mark*, Essays on International Finance, Princeton University, nr 181/1991.

Tabela 1. Światowe rezerwy walutowe, z wyłączeniem rezerw niealokowanych

Rok	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2020
US dolar	72,93	84,85	84,61	57,88	56,66	47,14	58,96	71,13	66,51	62,14	65,73	59,02
Euro (do 1999 - ECU)	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Marka niemiecka				17,46	14,00	11,64		18,29	23,89	25,71	19,14	21,24
Jen				%	%	%	8,53%	%	%	%	%	%
Funt sterling				12,92	13,74	19,83	15,75					
Frank francuski	0,17%	1,94%	6,62%	%	%	%	%					
Renminbi			0,61%	3,93%	8,69%	9,40%	6,77%	6,06%	3,96%	3,66%	3,75%	6,03%
Dolar kanadyjski	25,76	11,36										
Dolar australijski	%	%	3,42%	2,40%	2,03%	2,39%	2,11%	2,75%	3,75%	3,94%	4,71%	4,69%
Frank szwajcarski	1,11%	0,73%	1,16%	0,97%	0,58%	2,71%	2,35%					
Gulden holenderski												2,25%
Inne waluty krajów strefy Euro											1,77%	2,07%
											1,77%	1,82%
		0,61%	1,34%	2,25%	1,40%	0,84%	0,33%	0,27%	0,15%	0,13%	0,27%	0,17%
		0,08%	0,66%	0,89%	0,78%	1,15%	0,32%					
	0,03%	0,43%	1,58%	1,29%	2,13%	4,89%	4,87%	1,49%	1,74%	4,43%	2,86%	2,70%
				32,24	29,10	35,33	26,95	18,29	23,89	25,71	19,14	21,24
	1,28%	2,75%	8,44%	%	%	%	%	%	%	%	%	%

Źródło: Baza COFER IMF

Kolejnym wskaźnikiem międzynarodowej roli walut europejskich jako globalnych walut rezerwowych jest koszyk walutowy SDR, specjalnych praw ciągnięcia MFW (IMF)⁶. SDR to jednostka rozrachunkowa (bezgotówkowa) przydzielana krajom członkowskim Funduszu proporcjonalnie do wniesionych udziałów. Jest formą przechowywania rezerw walutowych. Wycena SDR dokonywana jest w oparciu o koszyk walut je konstytuujących. Waluty krajów euro, frank francuski i marka niemiecka stanowiły 31-32% wartości SDR do roku 1999, następnie taki sam udział stanowiło euro do roku 2006. Później udział euro w wartości SDR wzrósł do 34% (2006-2010) i 37% (2011-2016). W roku 2016 do koszyka walut stanowiących podstawę wyceny SDR, obok euro, dolara amerykańskiego, jena japońskiego i funta sterlinga dołączono chińskie renminbi/yuan. Udział euro spadł do poziomu poniżej 30%, obniżone zostały udziały funta i jena, tak że obecnie 10% wartości SDR stanowi renminbi.

Waluta (banknoty i monety) w obiegu i agregaty pieniężne

Pewnym przybliżeniem międzynarodowej roli waluty może być jej „waga” w światowym obiegu pieniężnym. Dziś euro znajduje się wśród 4 walut, które stanowią znaczną część światowego obiegu pieniężnego (ze względu na rozmiary gospodarek, w których są emitowane). W 2018 roku w obiegu pozostawało: 1,7 bilionów dolarów amerykańskich oraz, w przeliczeniu na dolary amerykańskie, 1,4 bilionów Euro; 1,2 bilionów yuanów chińskich (renminbi) i 1,1 bn jenów. Podobna jest sytuacja w odniesieniu do głównych agregatów pieniężnych. Uwzględniając rozmiary gospodarek, „waga” dolara jest zdecydowanie największa, co jest spójne z trudną do weryfikacji intuicją, że większa część banknotów i monet dolarowych niż ma to w przypadku Euro znajduje się poza USA. Te dane jednak nie obrazują międzynarodowego znaczenia walut, lub obrazują je jedynie pośrednio – będąc odbiciem rozmiarów rynków i gospodarek (aż także zewnętrznego zapotrzebowania na waluty)⁷.

Rynki finansowe

Rozmiary rynków finansowych (a w szczególności rynku instrumentów dłużnych o ustalonej stopie zwrotu), rezerw walutowych oraz potencjał do wyceny surowców (o czym niżej) to

⁶ <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>

⁷ Baza BIS.

kluczowe czynniki determinujące międzynarodową pozycję waluty. Jak pokazano wyżej stan globalnych rezerw deponowanych w euro jest dość stabilny w ostatnich latach. Po wprowadzeniu euro udział ten osiągnął maksimum w roku 2008 (sięgając 28% alokowanych rezerw), ale potem znacząco spadł. Rozmiary rynku instrumentów dłużnych, takich jak obligacje rządowe, też są w Europie znacząco mniejsze niż w USA, choć nowe programy UE rozwojowe wiążąc się będą ze znaczącą emisją długu. Dzięki temu rynek tego typu instrumentów w euro w najbliższych latach może stać się konkurencyjny dla rynku amerykańskiego (pod względem rozmiarów, co zwiększy jego atrakcyjność dla międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych)⁸.

Dane BIS (*Bank for International Settlement*) wskazują także, że euro jest obecnie drugą co do ważności w globalnym systemie bankowym. Warto jednak podkreślić, że euro ma dużo bardziej regionalny zasięg niż dolar amerykański. Pokazuje to tabela 2. Euro jest drugą co do ważności walutą w międzynarodowym systemie finansowym, jednak zobowiązania i należności transgraniczne denominowane w euro są zlokalizowane w krajach strefy euro w dużo większym stopniu niż ma to miejsce w przypadku dolara (co wynika również z tego, że wiele z nich jest ulokowanych pomiędzy krajami strefy).

Tabela 2. Należności i zobowiązania transgraniczne (cross-border) banków wg walut oraz udział takich należności i zobowiązań w bankach krajów emitentów.

I kwartał 2021	Należności (mln USD)	Zobowiązania (mln USD)	w tym w bankach krajów/regionu emitenta (%)	
			należności	zobowiązania
Dolar amerykański	16450400	15193800	33%	22%
Euro	10935100	9852000	64%	49%
Jen	2114600	958200		
Funt sterling	1679300	1636500		
Frank szwajcarski	436500	440700		
Inne	1499200	2177200		
Niealokowane	2511600	1651000		

Źródło: BIS Locational Banking Statistics, obliczenia własne.

⁸ F. Scheidig, Outlook 2021: Sovereign debt can boost euro's reserve currency status, OMFIF, <https://www.omfif.org/2021/01/outlook-2021-sovereign-debt-can-boost-euros-reserve-currency-status/>

Kolejnym miernikiem znaczenia waluty na rynkach finansowych jest kapitalizacja giełd obsługiwanych w poszczególnych walutach. Łączna kapitalizacja głównych giełd strefy EURO (EuroNEXT i giełdy niemieckiej) stanowiła w 2020 roku około 7% kapitalizacji 25 największych rynków giełdowych i przewyższała rozmiarami każdy z głównych rynków chińskich, kapitalizację giełdy w Tokio oraz w Londynie. Była jednak znacząco mniejsza od kapitalizacji rynków amerykańskich (NYSE – 25 bln, NASDAQ – 20 bln).

Również w odniesieniu do globalnych rynków walutowych, rola dolara i Euro jest dominująca (tabela 3). Pozycja dolara jest stabilna, a udział Euro w transakcjach walutowych spada. W I połowie ostatniej dekady XX wieku transakcje na walutach, które weszły do Euro stanowiły 50% wszystkich transakcji, a w chwili obecnej transakcje na parach z Euro stanowią mniej niż 1/3 wszystkich transakcji. W roku 2019 handel na parze Euro/dolar stanowił ponad 28% obrotów na rynkach wymiany. Transakcje, w które zaangażowany był dolar stanowiły 88% wszystkich transakcji, a te z udziałem Euro: 32%.

Tabela 3. Waluty, którymi handlowano na międzynarodowych rynkach wymiany (średnie dzienne dla kwietnia), w procentach.

Waluta	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
USD	90	82	83	87	90	88	86	85	87	88	88
Waluty krajów strefy											
EURO	31	50	50	40	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EUR	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	38	37	37	39	33	31	32
JPY	28	23	25	22	24	21	17	19	23	22	17
GBP	15	14	9	11	13	16	15	13	12	13	13
AUD	2	2	3	3	4	6	7	8	9	7	7
CAD	1	3	3	4	4	4	4	5	5	5	5
CHF	10	8	7	7	6	6	7	6	5	5	5
CNY	n.d.	n.d.	n.d.	0	0	0	0	1	2	4	4
HKD	1	1	1	1	2	2	3	2	1	2	4
pozostałe	21	15	19	23	18	19	26	23	21	24	27
łącznie	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200

Źródło: Statystyki BIS: Triennial Surveys, obliczenia własne. Uwaga: ponieważ statystyki dotyczą par walutowych, sumują się do 200%.

Podsumowując, wydaje się, że euro w chwili obecnej ma pewne cechy waluty globalnej/międzynarodowej jako waluta rezerwowa, oraz jako waluta na międzynarodowych rynkach finansowych. Nie ma jednak poważnych przesłanek, by sądzić, że znaczenie euro w najbliższym czasie wzrośnie, albo że stanie się równorzędnym „partnerem” dla dolara amerykańskiego⁹. Co więcej, w pewnych obszarach rosnące znaczenie waluty chińskiej, a także walut niektórych krajów surowcowych może wpływać na relatywne osłabienie euro. W średnim okresie rola euro będzie zdeterminowana sytuacją polityczną i ekonomiczną UE na tle świata.

3. Potencjał rozwojowy euro w polityce handlowej z uwzględnieniem różnych sektorów gospodarczych (np. energetycznego, surowcowego, rolnego, transportowego).

Status międzynarodowej waluty może dawać również pewne korzyści czy też przywileje w handlu międzynarodowym. Podstawowe korzyści z fakturowania w euro to:

- 1) uniknięcie niepewności i kosztów zmiennych kursów wymiany dla eksporterów/importerów (wycena dóbr importowanych do UE w euro dawałaby takie korzyści uczestnikom rynku w strefie euro),
- 2) wzrost rozmiarów wymiany handlowej (obserwowany w ramach strefy euro, choć być może to efekt długookresowych trendów wynikających z integracji gospodarczej, a nie tylko walutowej),
- 3) spadek kosztów transakcyjnych (związanych z różnymi poziomami inflacji, zmiennymi kursami, kosztownymi transakcjami FOREX) dla stron uczestniczących w wymianie,
- 4) pewien wzrost liczby eksporterów/importerów i wymienianych produktów w ramach strefy euro (ze względu na spadek kosztów stałych i zmiennych handlu zagranicznego

⁹ Ostrzej sformułowaną tezę zobacz w: M. Feldstein, *The Failure of the Euro. The Little Currency That Couldn't*, *Foreign Affairs* 1-2/2012; V. Mendez-Barreira, *Why has the euro failed as a global reserve currency?* *Central Banking*, 19 czerwca 2020, online: <https://www.centralbanking.com/central-banks/reserves/foreign-exchange/7564756/why-has-the-euro-failed-as-a-global-reserve-currency>.

w ramach strefy walutowej, co umożliwi włączenie się w wymianę firmom mniejszym/mniej produktywnym)¹⁰.

Na poziomie regionalnym euro jest istotnym czynnikiem ograniczającym ryzyko wymiany handlowej. Przy czym należy dodać, że podobną funkcję już wcześniej pełniły takie instrumenty jak ECU czy tzw. wąż walutowy, ograniczający wahania kursów walut krajów pozostających w europejskim mechanizmie walutowym. Jednak istotne wahania kursów między głównymi europejskimi walutami, które stały się fundamentem euro zanikły już od lat 1970 (choć oczywiście nie zanikło ryzyko takich wahań). Można zatem uznać, że w ostatnich latach korzyści ze stabilizacji kursów wymiany odniosły więc przede wszystkim kraje, które weszły do strefy euro jakiś czas po jej powstaniu (a zwłaszcza małe kraje Europy Środkowo-Wschodniej, Litwa, Łotwa, Estonia, Słowacja i Słowenia).

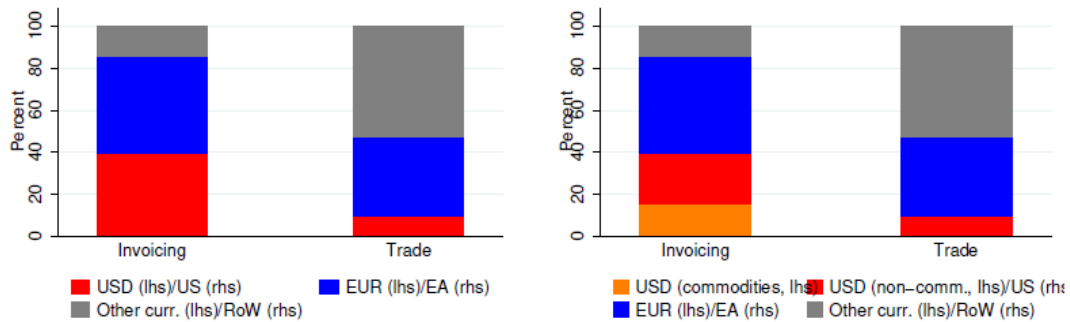
Jednak, choć euro zyskało status globalnej waluty rezerwowej i odgrywa istotną rolę w globalnym rynku finansowym, to jej znaczenie jako globalnego środka fakturowania dóbr/surowców (towarów) jest znacząco mniejsze. Pokazuje to wykres 3. Widać, że choć udziały USA w globalnym eksporcie są znacząco mniejsze niż krajów strefy euro, to udział dóbr fakturowanych w dolarze w światowym handlu jest właściwie analogiczny jak udział dóbr wycenianych w euro¹¹. Taki stan jest dość stabilny. Zatem dolar odgrywa, w przeciwieństwie do euro istotną/dominującą rolę w fakturowaniu wymiany handlowej odbywającej się poza USA.

¹⁰ E. Boz et al., *Patterns in Invoicing Currency in Global Trade*, IMF Working Paper No. 20/126 (2020); H. Berger, V. Nitsch. 2008. Zooming Out: The Trade Effect of the Euro in Historical Perspective, *Journal of International Money and Finance*, 2008, vol. 27, issue 8; R. Baldwin et al., Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment. *European Economy. Economic Papers* 321/2008.

¹¹ Dodatkowo, w analizie rola euro może być przewartościowana ze względu na ograniczoną dostępność danych z krajów pozaeuropejskich.

Wykres 3. Udziały w handlu zagranicznym i fakturowaniu handlu zagranicznego.

Figure 4: Shares of global trade and invoicing currency



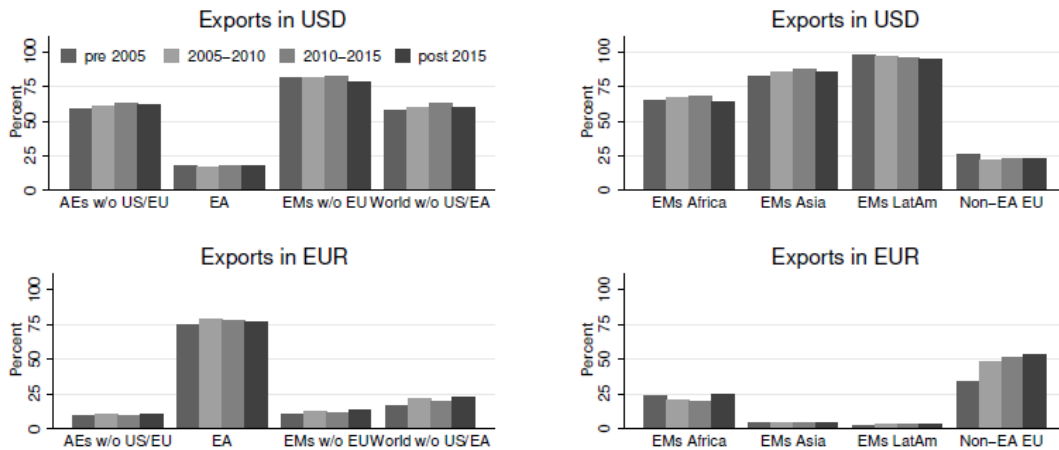
Źródło: E. Boz et al., Patterns in Invoicing Currency in Global Trade, IMF Working Paper No. 20/126 (2020).

W przeciwieństwie do dolara pozycja euro jest w dużej mierze po prostu konsekwencją zaangażowania w handel międzynarodowy krajów strefy Euro. Co więcej istotna część tego handlu odbywa się pomiędzy suwerennymi podmiotami posługującymi się euro/krajami strefy. Handel ten, podobnie jak istotna część pozostałego handlu w ramach UE i szerzej, Europy, w sposób naturalny fakturowany jest w tej walucie¹². W związku z tym euro należy potraktować jako walutę dominującą regionalnie, ale mającą relatywnie małe znaczenie w handlu globalnym¹³. Pokazuje to wykres 4.

¹² R. Baldwin et al. op.cit..

¹³ Boz et al, op.cit.

Wykres 4. Regionalne udziały poszczególnych walut w fakturowaniu wymiany handlowej.



Źródło: E. Boz et al., Patterns in Invoicing Currency in Global Trade, IMF Working Paper No. 20/126 (2020).

W chwili obecnej wciąż duża część handlu światowego, zwłaszcza w odniesieniu do kluczowych surowców i produktów, jest fakturowana w dolarach amerykańskich. Rynki towarowe, gdzie wymiana odbywa się w sposób zorganizowany na giełdach to z reguły rynki o zasięgu globalnym wykorzystujące dolara jako walutę fakturowania (takie jak rynek ropy naftowej). Są one ważnym czynnikiem podtrzymującym globalną pozycję dolara i relatywnie słabą pozycję euro (i innych walut).

Euro odgrywa rolę waluty fakturowania jedynie na pewnej liczbie rynków towarowych (giełdowych), które ze względu na specyfikę (np. uwarunkowania infrastrukturalne) mają zasięg regionalny. Taki jest częściowo rynek gazu czy europejski rynek energii elektrycznej. Jednak w sytuacji, gdy wycena jest globalna, dokonywana jest na ogół w dolarze. Ze względu na to, że globalne rynki finansowe są wystarczająco efektywne, nie stanowi to problemu w dostępności tych surowców. Ze względu na rozmiary zapotrzebowania gospodarki europejskiej transakcje na parze Euro/dolar są najczęściej zawieranychymi transakcjami na

rynkach FOREX. Wszelkie próby upowszechnienia wyceny ropy naftowej w euro spęły na panewce, choć część kontraktów wybranych krajów bywa tak okresowo wyceniana¹⁴.

Rynek energii elektrycznej jest przykładem regionalnych korzyści z jednolitego wyceniania (wykraczających poza strefę euro i obejmujących UE oraz współpracujące państwa europejskie). Wycena w euro (na kilku równoległe działających giełdach towarowych) oraz rozwój interkonektorów (połączeń międzystrefowych) przyczynił się do konwergencji cen.

Wydaje się, że w chwili obecnej pozycja dolara jako waluty fakturowania produktów w handlu międzynarodowym jest niezagrożona. Znaczenie dolara w ustalaniu cen może wykraczać poza jego dominującą rolę w fakturowaniu, poprzez mechanizmy takie, jak dominująca i wciąż rosnąca rola w finansowaniu firm¹⁵. W przeciwieństwie do tego oddziaływanie Euro ma zasięg regionalny, ma również znaczenie w odniesieniu do części głównych partnerów handlowych. W najbliższej przyszłości wzrost siły gospodarczej Chin może jednak prowadzić do rosnącego znaczenia yuanów chińskich (renminbi), być może również w wymianie z Europą.

Warto zwrócić uwagę, że dolar amerykański, ze względu na swoją wyjątkową pozycję globalnej waluty inwestycyjnej, umożliwia długotrwałe utrzymywanie deficytu handlowego pozostającego bez wpływu (lub z ograniczonym wpływem) na jego kurs. W uproszczeniu, to dolar staje się produktem eksportowym, „zastępując” inne dobra. Mechanizm makroekonomiczny wiążący poziom kursu z bilansem handlowym przestaje w takich warunkach działać.

Taka sytuacja w odniesieniu do euro wydaje się w krótkiej i średniej perspektywie czasowej trudna do osiągnięcia, ze względu na relatywnie słabą pozycję euro jako waluty inwestycyjnej. Jednocześnie trzeba podkreślić, że nie wiąże się ona wyłącznie z korzyściami. Przynosi raczej asymetryczne korzyści ze względu na związek kursu walutowego z konkurencyjnością. Utrzymywanie się stabilnego kursu w warunkach deficytu handlowego może pogarszać sytuację eksporterów, negatywnie wpływając na rozwój sektora

¹⁴ M. Kielmas, Pricing crude oil in euro? That's a barrel of laughs..., Politico, grudzień 2003, <https://www.politico.eu/article/pricing-crude-oil-in-euro-thats-a-barrel-of-laughs/>

¹⁵ Boz et al., op.cit.

wytwórczego w gospodarce (który to proces jest obserwowany w gospodarce amerykańskiej w większym natężeniu niż w Europie), a poprawiają sytuację importerów i konsumentów. Jest to szczególnie istotne w kontekście europejskich planów odbudowy potencjału przemysłowego i reindustrializacji¹⁶.

4. Analiza możliwości rozwojowych unijnego rynku finansowego i jego znaczenie dla międzynarodowej roli euro

4.1. Wpływu brexitu – możliwość rozwoju nowych centrów finansowych w UE, infrastruktury rynku finansowego, przenoszenia operacji finansowych firm europejskich na kontynent.

Wyjście Zjednoczonego Królestwa z UE przyniosło szereg negatywnych zjawisk zarówno dla strony brytyjskiej, jak również Unii Europejskiej. Umowa określana jako rozwodowa, a następnie umowa o handlu i współpracy między UE–UK (ang. *EU–UK Trade and Cooperation Agreement*), która weszła w życie 1 stycznia 2021 roku - były uznane za niekorzystne dla strony brytyjskiej, a zwłaszcza dla największego sektora finansowego w Europie i głównego zasobu gospodarczego Zjednoczonego Królestwa, jakim jest londyńskie City. Dostęp inwestorów z tego centrum finansowego do rynku wewnętrznego Unii został poważnie ograniczony w stosunku do stanu z okresu członkostwa w UE. Instytucje z londyńskiego City straciły bowiem tzw. paszport finansowy, który gwarantował swobodną działalność na rynku wewnętrznym. W przyszłości dostęp zewnętrznych usług finansowych do tego rynku będzie opierał się na procedurze równoważności (ang. *equivalence procedure*), która będzie warunkowała ten dostęp od przyjęcia przez Zjednoczone Królestwo standardów i regulacji unijnych w zakresie usług finansowych. Bruksela nie zamierzała spieszyć się z doprecyzowaniem procedury równoważności, głównie dlatego, że chciała, aby jak najwięcej instytucji finansowych przeniosło się z Londynu do Europy kontynentalnej. Zdaniem

¹⁶ H. Qiao, Exchange Rates and Trade Balances under the Dollar Standard, SCID WP 259, Stanford 2005, <https://kingcenter.stanford.edu/sites/default/files/publications/259wp.pdf>.

komentatorów¹⁷ miała być to manifestacja korzyści wynikających z członkostwa w UE, a więc swego rodzaju kara wymierzona w Brytyjczyków. Zostało to wrogo przyjęte w Londynie, a szef Banku Anglii ostrzegł Brukselę, że byłaby to poważna eskalacja konfliktu i spotkałaby się z jego twardym oporem¹⁸. Postępowanie Brukseli miało także negatywne konsekwencje dla samej Unii, gdyż ograniczało dostęp europejskich przedsiębiorców do tańszych i bardziej rozwiniętych usług londyńskiego City, a także za jego pomocą do globalnych rynków finansowych.

Tak więc pierwszą konsekwencją brexitu była chęć ustanowienia barier regulacyjnych utrudniających dostęp brytyjskich instytucji finansowych do rynku wewnętrznego. Miało to swoje negatywne skutki dla wsparcia rozwoju gospodarczego w UE i Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW)¹⁹. Było związane z utrudnieniem dostępu dla podmiotów kontynentalnych do kapitału i usług londyńskiego City. Przykładowo duże znaczenie dla stabilności rynków finansowych w UE mają usługi clearingowe denominowane w euro, które w strefie euro były słabiej rozwinięte i mniej konkurencyjne, aniżeli na Wyspach Brytyjskich. Przeniesienie tych usług do Europy kontynentalnej nie było łatwe, nawet pomimo zmian regulacyjnych wprowadzonych w UE²⁰. Dlatego Komisja Europejska wydała decyzję o tymczasowej równoważności tych usług obowiązującej do końca czerwca 2022 roku, aby zminimalizować negatywne skutki brexitu. Według danych za 2020 rok nie doszło do przeniesienia tych usług na kontynent. Na przykład instrumenty pochodne na stopę procentową denominowane w euro rozliczane są w przeważającej większości w jednej izbie clearingowej (LCH) z siedzibą w Londynie²¹. Dla dużej części przemysłu finansowego brexit oznaczał straty po obu stronach

¹⁷ M. Rosca, *5 things to know about post-Brexit talks on financial services*, „Politico”, 19 February 2021, <https://www.politico.eu/article/five-things-to-know-about-u-k-eu-finance-cooperation-agreement-talks/> [27.02.2021].

¹⁸ Por. *UK warns EU against escalating City-of-London battle*, EUobserver, 25.02.2021, <https://euobserver.com/tickers/151055> [27.02.2021].

¹⁹ D. Howarth, L. Quaglia, *Brexit and the battle for financial services*, *Journal of European Public Policy*, 2018, 25:8, s. 1118-1136 [1121].

²⁰ S. Lavery, S. McDaniel, D. Schmid, *Finance fragmented? Frankfurt and Paris as European financial centres after Brexit*, *Journal of European Public Policy*, 2019, 26:10, s. 1502-1520 [1514].

²¹ A. Khwaja, *2020 CCP Volumes and Market Share in IRD*, January 13, 2021, <https://www.clarusft.com/2020-ccp-volumes-and-market-share-in-ird/> [27.07.2021].

kanalu La Manche, wynikające ze zmian regulacyjnych, niestabilności i związanych z tym kosztów²².

Drugą konsekwencją brexitu było wprowadzenie działań, głównie regulacyjnych, które miały wymusić przenoszenie aktywności gospodarczej przez instytucje finansowe z Londynu do UE. Pojawiły się również zabiegi władz publicznych z różnych europejskich centrów finansowych, aby zachęcić inwestorów do takiej relokacji. W roku 2021 około 43% firm sektora finansowego przeniosło się lub planowało przeniesienie działalności z Londynu do UE. Najczęściej było to związane ze wzmocnieniem już wcześniej istniejących siedzib lub oddziałów międzynarodowych korporacji funkcjonujących w UE. Najwięcej firm – głównie amerykańskich – lokowało swoje inwestycje w Dublinie, w dalszej kolejności w Luksemburgu i Paryżu, dopiero na kolejnych miejscach były inwestycje dokonywane we Frankfurcie, Amsterdamie i Berlinie²³. Jednocześnie do Londynu nadal przybywali inwestorzy zarówno z całego świata, jak i z samej UE, co równoważyło w dużym stopniu ubytek osób lub transferowanych kapitałów do centrów finansowych w UE.

Trzecią tendencją wynikającą z brexitu wskazywaną przez naukowców była presja na osłabienie i rozproszenie nadzoru nad rynkami finansowymi w UE, a także rosnące ryzyko zróżnicowania standardów regulacyjnych w UE, jak również groźba arbitrażu regulacyjnego²⁴. Są to zjawiska związane z tendencją do fragmentaryzacji rynków finansowych w UE oraz rosnącej konkurencji między różnymi narodowymi ośrodkami aspirującymi do schedy po londyńskim City. W ten sposób narasta między nimi rywalizacja, a także próby tworzenia zachęt polegających przede wszystkim na liberalizacji wymogów prowadzenia działalności gospodarczej. Są to zdaniem naukowców tendencje dezintegracyjne w UE²⁵. Nie jest przesądzone, czy widoczne obecnie tendencje fragmentacji i

²² S. Lavery, S. McDaniel, D. Schmid, 2019, op. cit., s. 1507.

²³ P. Pielichata, *Brexit pushes 440 financial services firms to move some U.K. business to Europe*, Pensions & Investments, April 16, 2021, <https://www.pionline.com/brexit/brexit-pushes-440-financial-services-firms-move-some-uk-business-europe> [27.07.2021].

²⁴ S. Lavery, S. McDaniel, D. Schmid, 2019, op. cit., s. 1505.

²⁵ S. Lavery, S. McDaniel, D. Schmid, 2019, op. cit., s. 1516.

konkurencji centrów finansowych się utrwalą, czy zostaną powstrzymane przez UE. Wiele zależy od polityki Unii, która wspierałaby integrację rynków finansowych na kontynencie²⁶.

Wspomnianej rywalizacji towarzyszą inne zjawiska, głównie związane z pogłębieniem tendencji protekcyjnych, które mają na celu ochronę rynku wewnętrznego przed silniejszymi rywalami spoza UE. Jest to najbardziej widoczne w przypadku polityków francuskich. Ten protekcyjizm, lub tendencja neo-merkantylistyczna²⁷ przejawia się w próbie obrony interesów narodowych sektorów finansowych także przed konkurencją instytucji z innych państw członkowskich. Ta tendencja jest widoczna zwłaszcza między największymi państwami w strefie euro. Jest także jedną z przyczyn, dla których tak trudne jest odpowiednie zabezpieczenie sektora bankowego w tej strefie przed kolejnym kryzysem. Silny protekcyjizm narodowy dodatkowo wzmacnia fragmentaryzację sektora finansowego w UE, a także sprzyja osłabieniu nadzoru finansowego i coraz częstszej skłonności do arbitrażu regulacyjnego ze strony inwestorów. Są to zjawiska niekorzystne dla sektora finansowego w UGW, który dodatkowo jest niestabilny ze względu na poważne i nierozwiązane problemy wynikające z kryzysu strefy euro po roku 2010, które w niektórych przypadkach dodatkowo wzmocniła pandemia Covid-19.

W wyniku opisywanych zjawisk pojawiły się próby wzmocnienia jednolitych standardów w zakresie regulacji rynków finansowych. Są one najczęściej inicjowane przez dyplomację francuską i mają na celu w gruncie rzeczy wsparcie interesów francuskiego sektora finansowego na rynku wewnętrznym kosztem obniżenia możliwości konkurowania przez ośrodki finansowe z mniejszych państw członkowskich. Oprócz wprowadzenia regulacji europejskiej planowane jest również wzmocnienie kompetencji nadzorczych instytucji UE²⁸. Jak się wydaje takie próby regulacyjne mogą napotkać opór ze strony mniejszych państw członkowskich, które będą obawiały się o to, czy pod pozorem tworzenia równych zasad konkurencji (ang. *level playing field*) nie są faworyzowane interesy największych państw UE. Ponadto, próby wzmocnienia agencji lub innych instytucji UE wywołają zapewne spory

²⁶ N. Véron, *Financial services: The Brexit dust begins to settle*, Bruegel Blog, 11 March 2021, <https://www.bruegel.org/2021/03/financial-services-the-brexit-dust-begins-to-settle/> [27.07.2021].

²⁷ D. Howarth, L. Quaglia, 2018, op. cit., s. 1120.

²⁸ S. Lavery, S. McDaniel, D. Schmid, 2019, op. cit., s. 1512.

między tymi różnymi podmiotami, jak również rywalizację między państwami, które w tym zakresie mają rozbieżne interesy.

Podsumowując dotychczasowe rozważania należy uznać, że brexit niesie pewne koszty i ograniczenia dla UE i jej rynku finansowego. Stwarza również szanse na zbudowanie bardziej autonomicznego i prężnego potencjału finansowego w UE i UGW. Jeśli ta okazja zostałaaby wykorzystana, to byłby to czynnik wspierający ambicje do zwiększenia międzynarodowej roli euro. Trudno jednak przesądzić, czy górę wezmą tendencje do fragmentaryzacji i konkurencji między centrami w Europie kontynentalnej, czy też współpraca i komplementarność między poszczególnymi ośrodkami. Nie wiadomo także, czy ostatecznie zwycięży tendencja do obniżania standardów regulacyjnych, czy też harmonizacji tych reguł i protekcjonizm przed konkurentami zewnętrznymi. Będzie to obszar rywalizacji regulacyjnej, w której dominującą rolę będą zapewne odgrywały najsilniejsze państwa członkowskie i ich interesy na rynku wewnętrznym. Z punktu widzenia polskich interesów najbardziej właściwa jest próba wzmacniania regionalnego centrum finansowego w Warszawie, jak również obrona przed działaniami niektórych państw, które chciałyby wspierać interesy własnych instytucji finansowych kosztem podmiotów z innych państw UE.

4.2. Znaczenia prac nad budową Unii Bankowej i Unii Rynków Kapitałowych – potencjał do wzmacniania stabilności finansowej UE oraz rozwoju alternatywnych źródeł finansowania dla przedsiębiorstw (rozwój finansowania z rynku kapitałowego) z uwzględnieniem skutków pandemii COVID-19.

Unia Bankowa (UB) jest dobrym przykładem niedokończonych reform w strefie euro, które nie spełniają pokładanych nadziei na wzmocnienie tej strefy i rozwiązanie jej najbardziej palących problemów, a tym samym w niewystarczającym stopniu stanowią zabezpieczenie przed kolejnymi kryzysami gospodarczymi. Dla niektórych naukowców UB nawet pod pewnymi względami stanowi gorsze rozwiązanie, aniżeli zachowanie status quo sprzed

kryzysu, a więc bez jakichkolwiek zmian²⁹. Nawet jeśli taką opinię uznamy za przesadzoną, to wielu ekspertów zwraca uwagę, że UB jest niekompletna, niestabilna³⁰ i w obecnej formule niekorzystana dla południowych peryferii strefy euro (Hiszpanii, Włoch, Portugalii i Grecji)³¹.

Unia Bankowa miała kilka ważnych celów, m.in. poprawę kontroli nad sektorem bankowym. To udało się tylko w części. Nadzór bankowy został podzielony na instytucje europejskie i narodowe, co pod pewnymi względami rozprasza odpowiedzialność kontrolną i sprzyja różnicowaniu standardów jakościowych kontroli w skali UE i UGW. Jak wskazują niektórzy naukowcy osłabia nadzór finansowy na poziomie narodowym, a jednocześnie nie wzmacnia w odpowiedni sposób nadzoru na szczeblu UE, co powoduje, że faktycznie kontrola nad sektorem bankowym jest niewystarczająca, a odpowiedzialność kontrolna rozproszona³². Europejski Bank Centralny (EBC) bezpośrednio nadzoruje 114 znaczących banków. Banki te posiadają prawie 82% aktywów bankowych w krajach należących do UB³³. Niemniej nadal ponad 3 tysiące banków w UGW jest poza tą kontrolą, a więc jest objęta przez narodowe systemy nadzoru³⁴. Ewentualny kryzys bankowy dotyczący tych pozostałych instytucji znajdzie się faktycznie poza systemem nadzoru i restrukturyzacji przez instytucje europejskie. To oznacza, że wiele instytucji finansowych w UGW jest pozostawiona państwom członkowskich i ich narodowym systemom kontroli i restrukturyzacji. Już to tylko pokazuje, że UB nie stanowi wystarczającego zabezpieczenia na wypadek kolejnego kryzysu finansowego.

Kolejnym celem UB miało być przeprowadzenie restrukturyzacji najsłabszych banków, najlepiej w taki sposób, aby nie pociągało to za sobą konieczności interwencji budżetów narodowych, zwłaszcza państw dotkniętych w największym stopniu przez kryzys zadłużenia. Chodziło o to, aby zły stan sektora bankowego nie pogrążył państw, zwłaszcza na południu

²⁹ L. Qualia, *The politics of an 'incomplete' Banking Union and its 'asymmetric' effects*, *Journal of European Integration*, 2019, 41:8, s. 955-969 [966].

³⁰ Ibidem, s. 966; J. Asimakopulos, D. Howarth, *Stillborn Banking Union: Explaining Ineffective European Union Bank Resolution Rules*, *Journal of Common Market Studies*, 2021, <https://doi.org/10.1111/jcms.13212>.

³¹ L. Qualia, *The politics of an 'incomplete' Banking Union and its 'asymmetric' effects*, s. 966.

³² ibidem.

³³ Single Supervisory Mechanism, European Central Bank, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.en.html> [27.07.2021].

³⁴ M. Skuodis, *Playing the creation of the European banking union: what union for which Member States?*, *Journal of European Integration*, 2018, 40:1, s. 99-114 [103].

strefy euro. Zawężenie UB faktycznie tylko do największych banków w UGW powoduje, że przecięcie związku między złym stanem sektora bankowego a wzrostem ryzyka niewypłacalności państw stało się nierealne. Ponadto, celem było przeniesienie ciężaru restrukturyzacji lub likwidacji banków na barki inwestorów, właścicieli i największych depozytariuszy banków, a jednocześnie zmniejszenie kosztów ponoszonych przez budżety narodowe lub środki pomocowe UE. W największym stopniu starano się zabezpieczyć środki europejskie przed zaangażowaniem w procesy restrukturyzacyjne. Przyjęto bowiem następującą kolejność obciążeń skutkami restrukturyzacji – najpierw koszty ponoszą udziałowcy, inwestorzy i osoby mające największe depozyty w bankach (tzw. mechanizm *bail-in*³⁵), następnie narodowe instytucje odpowiedzialne za ratowanie banków, w dalszej kolejności budżety narodowe państw członkowskich, a dopiero na samym końcu instytucje europejskie, tj. Single Resolution Fund (SRF). Ten ostatni fundusz jest bardzo mały, niewystarczający z całą pewnością dla ratowania dużych banków w strefie euro. Zaplanowane do zebrania do roku 2023 fundusze ze składek instytucji finansowych w wysokości 55 mld euro stanowią tylko 1 proc. depozytów w bankach uczestniczących w SRF. Do końca roku 2020 zebrano 42 bln euro³⁶. Nie powołano osobnego i odpowiednio dużego europejskiego funduszu zaporowego (tzw. *backstop fund*), ani nie zgodzono się, aby w ramach Europejski Mechanizm Stabilności (EMS, ang. *European Stability Mechanism*) można było ratować bezpośrednio instytucje bankowe w ramach procedur restrukturyzacyjnych UB. W styczniu 2021 roku ministrowie finansów strefy euro zgodzili się natomiast utworzyć w ramach EMS mechanizm awaryjnego dofinansowania dla SRF w sytuacji, kiedy ten ostatni fundusz nie byłby w stanie wspierać restrukturyzację i likwidację banków w sytuacji kryzysu (w założeniu powinien wejść w życie w 2022 roku)³⁷.

Państwa tzw. bogatej północy zablokowały również możliwości utworzenia europejskiego mechanizmu gwarantowania depozytów bankowych. Obawiano się uwspólnotwienia ochrony depozytów w UE, co mogło zbyt silnie obciążyć odpowiedzialnością za stan sektora

³⁵ *Bail-in* oznacza procedurę administracyjnego umorzenia lub konwersji zobowiązań, w ramach przymusowej restrukturyzacji instytucji finansowej.

³⁶ *SRF grows to €42 billion after latest round of transfers*, <https://www.srb.europa.eu/en/content/srf-grows-eu42-billion-after-latest-round-transfers> [27.07.2021].

³⁷ *A backstop to the Single Resolution Fund now!* European Stability Mechanism, <https://www.esm.europa.eu/blog/backstop-single-resolution-fund-now> [27.07.2021].

bankowego w państwach południa UGW instytucje finansowych w tzw. państwach północy (Niemcy, Niderlandy, Finlandia, Austria)³⁸.

W ten sposób UB jest niekompletna i nie ma zgody politycznej na jej pełną instytucjonalizację. Odbywające się w czerwcu 2021 roku spotkanie Eurogrupy w tej sprawie wyraźnie pokazało, że nie ma zgody Berlina (i innych stolic państw północnych) na postępy instytucjonalizacji UB, zanim nie zostanie ustabilizowana sytuacja sektora bankowego na południu UGW, a zwłaszcza nie ulegnie zmniejszeniu ekspozycja suwerennego długu przez krajowe instytucje bankowe w tym regionie³⁹. Według Lucii Quaglii na obecnym etapie UB nie spełnia pokładanych nadziei pod względem nadzorczym, a nawet faktycznie osłabia nadzór nad bankami w najbardziej podatnych na kryzys państwach UGW⁴⁰. Jedną z przesłanek potwierdzających tę opinię jest wyraźne osłabienie kondycji banków po roku 2019. Nastąpiło pogorszenie jakości aktywów w całym sektorze a koszt ryzyka gwałtownie wzrósł i wykazuje duże rozproszenie między bankami⁴¹.

Państwa silnie zadłużone, o najłabszych instytucjach bankowych, które są w ogromnym stopniu nabywcami długu suwerennego, m.in. Włochy, Grecja i Portugalia - są nadal w ogromnym stopniu odpowiedzialne za problemy sektora bankowego. To na budżety tych państw w dużej mierze spadnie finalna odpowiedzialność za restrukturyzację lub likwidację najłabszych instytucji⁴². Jedną z tendencji jest słabość zabezpieczeń kapitałowych w bankach na południu UGW⁴³, co oznacza, że banki nie mogą dokonać skutecznej restrukturyzacji w oparciu o mechanizm *bail-in*. Do tej pory przeprowadzone operacje restrukturyzacyjne w ramach UB wyraźnie wskazują na tę tendencję. Najczęściej przejęcia lub fuzje były dokonywane w ramach narodowych banków (silniejsze wykupywały słabsze), zaś koszty tych operacji pokrywali w dużym stopniu podatnicy narodowi, a tylko w

³⁸ J. Schild, *Germany and France at cross purposes: the case of Banking Union*, *Journal of Economic Policy Reform*, 2018, 21:2, s. 102-117 [109].

³⁹ B. Smith-Meyer, *Germany says nein to eurozone banking safeguards*, Politico, June 15, 2021, <https://www.politico.eu/article/eurogroup-halts-deposit-insurance-talks-germany-block/> [27.07.2021].

⁴⁰ L. Qualia, *The politics of an 'incomplete' Banking Union and its 'asymmetric' effects*, s. 966.

⁴¹ *A backstop to the Single Resolution Fund now!* op. cit.

⁴² J. Asimakopulos, D. Howarth, *Stillborn Banking Union: Explaining Ineffective European Union Bank Resolution Rules*, *Journal of Common Market Studies*, 2021, <https://doi.org/10.1111/jcms.13212>, s. 2.

⁴³ J. Asimakopulos, D. Howarth, 2021, op. cit., s. 13.

ograniczonym stopniu inwestorzy⁴⁴. Niekiedy europejskie przepisy restrukturyzacyjne były wręcz pomijane przez instytucje narodowe, które wolały stosować bardziej proste i korzystne przepisy narodowe w tej mierze. Co więcej, problemem południowych peryferiów strefy euro jest to, że ich narodowe systemy gwarantowania depozytów w sytuacji poważniejszego kryzysu bankowego nie są w stanie skutecznie zabezpieczyć interesów depozytariuszy, nawet na minimalnym poziomie wymaganym przez zobowiązania unijne⁴⁵.

Dlatego niektórzy uznają, że UB spełnia oczekiwania Niemiec i innych bogatych państw UGW, które chronią się przed odpowiedzialnością za sytuację w najsłabszych państwach z południa UGW. Natomiast nie stanowi zabezpieczenia, a tym samym jest niekorzystna dla takich krajów jak Włochy, Hiszpania, Portugalia i Grecja, a więc dla peryferiów strefy euro⁴⁶. Pojawiają się także opinie, że celem UB jest konsolidacja sektora bankowego, w ramach której największe banki będą jeszcze silniejsze, bo będą wchłaniały banki średnie i mniejsze⁴⁷. Do tej pory restrukturyzacje dokonywane przy wykorzystaniu przepisów UB były nieliczne i odbywały się w ramach banków narodowych, a więc instytucje państwowe zabiegały o to, aby banki krajowe przechodziły w ręce innych krajowych podmiotów. Niemniej UB sprzyjała temu, aby podporządkowane instytucje finansowe w lepszej kondycji umożliwiały ratowanie banków-matek w innych krajach⁴⁸. Jest to sytuacja, która mogłaby w przyszłości dotknąć polskiego sektora finansowego, gdzie wiele instytucji jest własnością inwestorów zagranicznych, w tym z krajów południowych peryferiów strefy euro.

Jak dotąd najbardziej efektywnym instrumentem stabilizowania sektora bankowego są kolejne programy EBC, które zapewniają płynność dla sektora finansowego. Pociągają one za sobą kolejne ryzyka, w tym związane ze wzrostem zadłużenia w strefie euro, a także zwiększenia bilansu EBC, który w samym roku 2020 wzrósł o 25 proc. do blisko 570 mld euro. Jednak skala zobowiązań EBC wobec instytucji finansowych jest znacznie większa i sięga 8 bln

⁴⁴ P.D. Culpepper, T. Tesche, *Death in Veneto? European banking union and the structural power of large banks*, *Journal of Economic Policy Reform*, 2021, 24:2, s. 134-150.

⁴⁵ J. Asimakopoulou, D. Howarth, 2021, op. cit., s. 8.

⁴⁶ L. Qualia, 2019, op. cit., s. 966.

⁴⁷ P.D. Culpepper, T. Tesche, 2021, op. cit., s. 141.

⁴⁸ P.D. Culpepper, T. Tesche, 2021, op. cit., s. 142.

euro⁴⁹. Łączne ryzyka, na jakie jest narażony EBC także się zwiększają. Na koniec 2020 ryzyka finansowe dla wszystkich portfeli EBC łącznie, kalkulowane przez sam bank według podejścia księgowego, wyniosły 12,8 mld EUR, czyli o 4,6 mld EUR więcej niż na koniec 2019 roku⁵⁰. Inny wskaźnik tego ryzyka jest znacznie większy. Chodzi o zobowiązania netto w tzw. systemie TARGET2 wynikające z dokonanych przez EBC zakupów papierów wartościowych państw członkowskich i podmiotów prywatnych (głównie banków). Skala tych zobowiązań wzrosła w 2020 aż o 103,8 mld EUR, w sumie do blisko 400 mld EUR. Te zobowiązania w ramach Eurosystemu pokazują rosnącą skalę nierównowagi przepływów finansowych w UGW zasadniczo między bogatą częścią północną i zadłużonym południem, które musi być zbilansowane przez politykę monetarną EBC i uwidacznia się w zobowiązaniach systemu TARGET2.

O ile UB funkcjonuje przede wszystkim w ramach UGW, choć jest potencjalnie otwarta na inne państwa członkowskie UE (np. Bułgaria i Chorwacja przystąpiły do europejskiego nadzoru bankowego w październiku 2020 roku), o tyle Unia Rynków Kapitałowych (ang. *Capital Markets Union*, CMU) jest projektem dedykowanym całej UE. Jest jednak silnie obciążona ryzykami wynikającymi z niepewnej sytuacji w strefie euro.

Unia Rynków Kapitałowych jest planem utworzenia jednolitego rynku kapitałowego w całej UE. Jej celem jest zapewnienie przepływu inwestycji i oszczędności między wszystkimi państwami członkowskimi z korzyścią dla obywateli, inwestorów i przedsiębiorstw, niezależnie od ich lokalizacji. W roku 2020 Komisja Europejska przyjęła kolejny plan działania na rzecz dokończenia budowy unii rynków kapitałowych, która po pandemii Covid-19 stała się w jej przekonaniu nagląca⁵¹. CMU ma ułatwić pozyskiwanie kapitału finansowego na odbudowę gospodarczą po pandemii oraz na zieloną gospodarkę i transformację cyfrową. Komisja ma zamiar przyspieszyć i pogłębić działania regulacyjne, które były inicjowane po roku 2015 (czyli po ogłoszeniu pierwszego planu działania Komisji w tej mierze). To pokazuje,

⁴⁹ *Consolidated financial statement of the Eurosystem*, EBC, Frankfurt, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2021/html/ecb.fst210727.en.html> [27.07.2021].

⁵⁰ *Annual Accounts of the ECB*, 2020. ECB, Frankfurt 2021.

⁵¹ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów - *Unia rynków kapitałowych dla obywateli i przedsiębiorstw – nowy plan działania*, COM/2020/590 final, Bruksela, 24.9.2020, s. 3.

że jak do tej pory realizacja tego projektu idzie dość opornie. Dodatkowym uzasadnieniem dla tego kierunku działań jest porównanie skali funkcjonowania rynków finansowych i dostępu do kapitału w USA i w UE, który pod wieloma względami jest znacznie mniejszy w Europie⁵².

CMU jest odbierana przez wielu naukowców, jako próba pogłębienia liberalizacji na rynkach finansowych w UE⁵³. Wśród ryzykownych kierunków działań wymienia się m.in. obniżenie wymogów kapitałowych lub zabezpieczeń regulacyjnych dla prowadzenia usług finansowych w UE, a także szersze upowszechnienie instrumentów sekurytyzowanych, które były jedną z przyczyn wybuchu kryzysu finansowego w roku 2007. W ten sposób promocja CMU może zwiększyć niestabilność rynków finansowych w UE, a zwłaszcza przyczynić się do wzrostu ryzyka w strefie euro. Innym zarzutem stawianym omawianej unii jest to, że faworyzuje instytucje poza-bankowe, a także największe podmioty finansowe na rynku wewnętrznym, kosztem obniżenia możliwości konkurencyjności dla tradycyjnych banków, zwłaszcza tych mniejszych. Kolejnym wyzwaniem jest dążenie CMU do otwarcia rynków narodowych na zewnętrzną konkurencję, a także zmniejszenie „uniarodowienia” krajowych instytucji finansowych⁵⁴. Sprzyja to zwłaszcza ekspansji rynkowej największych instytucji finansowych pochodzących z państw pozaeuropejskich oraz państw członkowskich z najsilniejszymi sektorami finansowymi. Natomiast stanowi zagrożenie dla krajów z mniejszymi rynkami finansowymi, a także dla tych, które podejmują starania o zwiększenie koncentracji własności sektora finansowego w ramach krajowych instytucji.

Niemniej krytyka dotychczasowych działań torujących drogę do CMU jest podejmowana także przez najbardziej radykalnych zwolenników liberalizacji. Uznają oni m.in., że dotychczasowe działania były zbyt zachowawcze, a więc w zbyt słabym stopniu otwierały rynek wewnętrzny na konkurencję i w niewystarczającym stopniu obniżały standardy bezpieczeństwa. Podaje się jako przykład fiasko programu ogólnoeuropejskich produktów emerytalnych (ang. Pan-European Pension Product). W jego ramach starano się zabezpieczyć

⁵² M. Demertzis, M. Domínguez-Jiménez, L. Guetta-Jeanrenaud, *Europe should not neglect its capital markets union*, Policy Contribution Issue n°13/21, June 2021.

⁵³ L. Quaglia, D. Howarth, *The policy narratives of European capital markets union*, Journal of European Public Policy, 2018, 25:7, s. 990-1009.

⁵⁴ L. Quaglia, D. Howarth, 2018, op. cit., s. 996.

przede wszystkim interesy konsumentów, a więc przyszłych emerytów, co odbywało się do pewnego stopnia kosztem inwestorów. Ponadto, nie było wsparcia dla działalności prywatnej ze strony państwa, na przykład w postaci ulg podatkowych lub gwarancji przed niewypłacalnością dla firm zajmujących się usługami emerytalnymi. Dlatego program ogólnoeuropejskich produktów emerytalnych nie spotkał się z dużym zainteresowaniem po stronie instytucji prywatnych, a zakres emerytur państwowych nawet się zwiększył w trakcie realizacji tego programu w państwach UE⁵⁵. Zdaniem krytyków to podważa sensowność CMU, gdyż wydaje się to być projekt mający wprawdzie górnolotne cele, ale pozbawiony skutecznych instrumentów ich realizacji.

Jak się wydaje, rozmowy o postępach CMU będą odbywały się przy silnej tendencji do ochrony interesów narodowych przez państwa członkowskie. Oznacza to w praktyce protekcjonizm na własnych rynkach krajowych lub nawet europejskim (tj. przed konkurentami poza-europejskimi), przy jednoczesnych próbach umożliwienia największym championom unijnym ekspansji na rynku wewnętrznym. Jednocześnie należy spodziewać się tendencji do obniżania zabezpieczeń oraz wymogów kapitałowych dla instytucji finansowych, co zapewne będzie zwiększało ryzyko kryzysowe, biorąc pod uwagę niestabilność i wrażliwość systemu finansowego w UGW. Jak się wydaje, podstawowym wyzwaniem dla CMU są nie tylko sprzeczne interesy głównych aktorów mających wpływ na proces legislacyjny, albo silne przywiązanie do obrony interesów narodowych wśród większości państw członkowskich, co ogólna słabość strefy euro. To ona w dużej mierze ogranicza wiarygodność deklaracji zwolenników liberalizacji rynków finansowych w UE. Dopóki fundamenty gospodarcze strefy euro są słabe, a także instytucjonalizacja UGW niedokończona lub niewiarygodna, tak długo inwestorzy będą ostrożni wobec deklaracji Komisji Europejskiej w odniesieniu do CMU. Jak się wydaje, znacznie bardziej atrakcyjne mogą być w tej sytuacji lokalne centra finansowe o regionalnym zasięgu, zwłaszcza w szybko rozwijającym się i bardziej stabilnej gospodarczo Europie Środkowej. Polska gospodarka ma duży potencjał aby stać się takim centrum regionalnym.

⁵⁵ W. Schelkle, *EU Pension policy and financialisation: purpose without power?*, Journal of European Public Policy, 2019, 26:4, s. 599-616.

Podsumowując dotychczasowe rozważania można stwierdzić, że instytucjonalizacja UB nie stanowi wystarczającego zabezpieczenia dla sektora bankowego w UGW, co w sytuacji pogarszającej się kondycji banków pod wpływem pandemii Covid-19 stanowi poważne wyzwanie dla stabilności strefy euro, jak również jest obciążeniem dla ambicji zwiększenia międzynarodowej roli euro. Z kolei projekt CMU jest w trakcie powolnej instytucjonalizacji, w ramach której uwidaczniają się sprzeczne tendencje pomiędzy różnymi grupami interesów. Niektóre z tych tendencji mogą obniżyć standardy bezpieczeństwa na rynkach finansowych, co wydaje się być dodatkowo ryzykowane dla stabilności UGW. O ile nadmierna liberalizacja grozi destabilizacją gospodarki europejskiej, to strategie protekcyjistyczne nie będą sprzyjać szybkiemu wzrostowi znaczenia rynku kapitałowego UE, a tym samym umacnianiu międzynarodowej pozycji euro. Polskie władze powinny uważnie obserwować zmiany wprowadzane w UB i CMU oraz sposób ich praktycznego funkcjonowania. Jednocześnie należałoby wzmacniać krajowy nadzór finansowy na wypadek destabilizacji w UGW. Strategicznym wyzwaniem jest również budowanie silnego regionalnego centrum finansowego w Warszawie, czemu mogą sprzyjać tendencje zachodzące na europejskich rynkach kapitałowych.

4.3. Wpływu emisji przez UE dłużnych papierów wartościowych dla ograniczania skutków pandemii COVID-19 dla rynku pracy i sfinansowania odbudowy po kryzysie wywołanym pandemią (instrument SURE i Next Generation EU) – potencjał do powstania tzw. safe asset, wpływ na emisje obligacji skarbowych poszczególnych państw UE (zarówno euro, jak i non-euro).

UGW jest uznawana za niekompletną i asymetryczną pod względem instytucjonalnym. Dotyczy to przede wszystkim nierównowagi między centralizacją polityki monetarnej i zdecentralizowaną polityką fiskalną, która jest pozostawiona państwom członkowskim⁵⁶. Krajowa polityka fiskalna jest tylko w niewielkim stopniu koordynowana, głównie w zakresie

⁵⁶ K. Dyson, *The politics of the Eurozone*. Oxford University Press 2000; A. Verdun, *An "asymmetrical" economic and monetary union in the eu: Perceptions of monetary authorities and social partners*, *Journal of European Integration*, 1996, 20(1), s. 59–81.

ograniczania wydatków fiskalnych oraz ukierunkowywania polityki budżetowej w stronę reform uznawanych za mające strukturalne znaczenie dla konkurencyjności lokalnych gospodarek. Ten zakres koordynacji jest uznawany za niewystarczający, a w kryzysie pandemicznym po roku 2020 zawieszono najważniejszy komponent koordynacji fiskalnej, jakim dotąd były kryteria Paktu Stabilności i Wzrostu mające ograniczać wydatki budżetowe oraz przeciwdziałać narastaniu długu publicznego.

Innym elementem niekompletności instytucjonalnej i nierównowagi między scentralizowaną polityką monetarną a zdecentralizowaną i rozluźnioną w kryzysie pandemicznym polityką fiskalną państw jest brak unii politycznej w strefie euro. Tego typu unia wydaje się niezbędna dla zwiększenia potencjału fiskalnego UGW, zwłaszcza wprowadzenia budżetu dla strefy euro i podatków europejskich z prawdziwego zdarzenia (dotychczasowe tzw. dochody własne UE, nawet jeśli mają formułę podatkową, to faktycznie są zbierane przez państwa członkowskie i w części przekazywane do UE). Potencjał fiskalny niezbędny dla stabilizowania strefy euro powinien wynosić około 10 proc. PKB w tej strefie⁵⁷, a następnie być w sposób permanentny transferowany do najmniej konkurencyjnych części unii walutowej, najbardziej zadłużonych lub pogrążonych w kryzysie. Instrumentami redystrybucji mogą być zarówno automatyczne stabilizatory koniunktury (np. wydatki socjalne dla bezrobotnych) lub programy inwestycyjne, które zmniejszałyby nierównowagi makroekonomiczne w UGW, a tym samym przyspieszałyby konwergencję.

Skutkiem nierównowagi instytucjonalnej UGW jest przede wszystkim to, że główny ciężar stabilizacji strefy euro w kolejnych kryzysach spada na EBC, a więc na scentralizowaną politykę monetarną. O ile w kryzysie po roku 2010 dzięki interwencji EBC udało się ocalić UGW, to skutkiem narzucenia oszczędności w polityce fiskalnej była depresja, a więc długotrwała recesja na południu strefy euro. Z kolei w kryzysie pandemicznym stabilizacja jest również zasługą przede wszystkim polityki monetarnej. Rozluźnienie zdecentralizowanej polityki fiskalnej w państwach członkowskich miało na celu wsparcie gospodarki realnej, a więc inwestycji przedsiębiorstw i popytu konsumenckiego, niemniej przyczyniło się do

⁵⁷ D. Howarth, J. Schild, *Nein to 'Transfer Union': the German brake on the construction of a European Union fiscal capacity*, *Journal of European Integration*, 2021, 43:2, s. 209-226 [214].

zwiększenia zadłużenia, inflacji, a następnie do coraz większej groźby stagflacji (czyli połączenia wysokiej inflacji ze stagnacją gospodarczą)⁵⁸.

W ten sposób skutki kryzysu w strefie euro są wręcz podręcznikowym rezultatem jej asymetrycznej konstrukcji instytucjonalnej, a zwłaszcza braku scentralizowanej polityki fiskalnej. Jest jeszcze jeden skutek tej asymetrii, mianowicie nierówny podział kosztów i korzyści w ramach tej strefy, a dokładnie kumulację kosztów na południu UGW, która w wyniku unii walutowej staje się za każdym kryzysem coraz bardziej zadłużona, ponosi też wyższe koszty dostosowań makroekonomicznych i społecznych. W ten sposób konstrukcja unii walutowej „sprzyja krajom pro-eksportowym i poddaje karze kraje opierające swój rozwój na popycie krajowym”, zaś kolejne kryzysy zwiększają dywergencję w strefie euro⁵⁹. Zdaniem naukowców niekompletność i asymetria instytucjonalna UGW ma jeszcze jeden skutek, mianowicie nawet jeżeli są podejmowane reformy, to nigdy nie są one wystarczające i skuteczne. A tym samym prowokują do tego, aby kolejny kryzys był bolesnym uderzeniem w unię walutową, przy czym największe koszty są kumulowane na peryferiach UGW. W ten sposób metodyka politycznego reagowania na zaburzenia ekonomiczne niesie w sobie załączek dla kolejnego kryzysu⁶⁰.

Ekspertki zwracają uwagę na to, że w strefie euro w dalszym ciągu nie ma ani wspólnego budżetu, ani uwspólnotowienia długu, choć takie propozycje były wielokrotnie przedstawiane w dyskusji akademickiej i politycznej. Pewną formą uwspólnotowienia długu jest skupowanie przez EBC obligacji skarbowych. Niemniej trudno już uznać, aby tzw. wspólny dług emitowany przez instytucje europejskie pod zastaw gwarancji państw członkowskich lub wieloletnich ram finansowych (WRF) można było zrównać z uwspólnotowieniem długu. Ta ostatnia propozycja oznacza bowiem, że wspólna emisja długu europejskiego pokrywa zadłużenie państw członkowskich, a tym samym pewna pula tego zadłużenia staje się wspólną odpowiedzialnością wszystkich pozostałych krajów. Temu

⁵⁸ N. Roubini, *The Looming Stagflationary Debt Crisis*, Project Syndicate, 30.06.2021, <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflation-debt-crisis-2020s-by-nouriel-roubini-2021-06> [27.07.2021].

⁵⁹ P.A. Hall, *Varieties of capitalism in light of the Euro crisis*, *Journal of European Public Policy*, 2018, 25(1), s. 7–30; A. Johnston, A. Regan, *European monetary integration and the incompatibility of national varieties of capitalism*, *Journal of Common Market Studies*, 2016, 54(2), s. 318–336.

⁶⁰ D. Howarth, L. Quaglia, *Failing forward in Economic and Monetary Union: explaining weak Eurozone financial support mechanisms*, *Journal of European Public Policy*, 2021, DOI: 10.1080/13501763.2021.1954060, s. 5.

miały służyć tzw. euroobligacje lub korona-obligacje. Tymczasem emisja wspólnego długu np. przez Komisję Europejską to tylko tzw. bezpieczne aktywa (ang. *safe assets*)⁶¹, które są zabezpieczone przez wieloletnie ramy finansowe UE lub (i) gwarancje państw członkowskich, ale tylko w części, która wynika z udziału danego państwa w budżecie UE. Tym samym *safe assets* nie rozwiązują problemu nadmiernego długu suwerennego w strefie euro, a nawet do pewnego stopnia mogą ten problem pogłębić, jeśli bezpieczne aktywa są wykorzystywane do udzielania kolejnych pożyczek dla najbardziej zadłużonych państw⁶².

Przykładem zaciągania tzw. *safe assets* jest działalność Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM). Jest to międzyrządowa agencja europejska, która działa na rzecz pogrążonych w kłopotach państw UGW na podstawie osobnego traktatu między zainteresowanymi państwami (a więc poza prawem UE). Emisja papierów dłużnych przez tę instytucję wbrew oczekiwaniom nie uzyskała najwyższego możliwego ratingu (AAA) u wszystkich agencji. Dopiero w sierpniu 2020 roku agencja S&P po raz pierwszy przyznała ESM długoterminowy rating AAA i krótkoterminowy rating A-1+. W tym okresie ESM miał również rating agencji Fitch na poziomie AAA i agencji Moody's Aa1⁶³. Specjaliści uznają, że prawdopodobne jest nawet jego pogorszenie w sytuacji kiedy państwa członkowskie nie byłyby w stanie szybko dostarczać kapitału płatnego na żądanie inwestorów, wynikającego z udzielonych gwarancji dla emisji tych papierów⁶⁴. Pogorszenie ratingu musiałyby podwyższyć oprocentowanie obligacji emitowanych przez ESM, co prawdopodobnie zmniejszyło zaufanie rynków do stabilności UGW i zaostriżyłoby ewentualny kryzys. Ponadto, problemem omawianej instytucji jest to, że udziela pożyczek, a nie grantów dla pogrążonych w kłopotach krajów, co powoduje zwiększenie ich zadłużenia. Ponadto, ESM zgodnie z przyjętymi regulacjami nie powinien udzielać pożyczek tym krajom, które mają poważne problemy z wypłacalnością, co oznacza, że nie jest efektywnym instrumentem przeciwdziałania groźbie

⁶¹ Bezpieczne aktywa to zbywalne wierzytelności finansowe nabywane przez podmioty sektora prywatnego, które inwestorzy uznają za przynoszące dogodną stopę zwrotu, mające wysoką płynność i zbywalność oraz co najważniejsze bezpieczeństwo. W przypadku UGW takie aktywa mogą być emitowane przez instytucje unijne, bądź państwa członkowskie.

⁶² N. Costa Cabral, *Borrowing in the European Union: from a pure national model to the antechamber of a European fiscal federal solution*, Journal of European Integration, 2021, DOI: 10.1080/07036337.2021.1881499.

⁶³ *2020 Annual Report*, European Stability Mechanism, Luxembourg 2021, s. 26.

⁶⁴ Ch. Bauer, B. Herz, *Reforming the European Stability Mechanism*, Journal of Common Market Studies, 2020, vol. 58, no. 3, s. 636-653.

bankructwa lub poważnego kryzysu zadłużenia w państwach członkowskich UGW. Przykład ten pokazuje, że reformy podejmowane w odpowiedzi na kryzys są niewystarczające, a nawet mogą generować problemy w kolejnym kryzysie.

Ponadto jest to także wymowny przykład na to, że wzrost tzw. safe assets w UGW lub w UE niekoniecznie może mieć negatywny skutek dla emisji obligacji przez państwa spoza strefy euro. W dalszym ciągu dla oceny wiarygodności emitenta długu kluczowe znaczenie będzie miało zbadanie jego podstaw makroekonomicznych i prowadzonej w kraju polityki gospodarczej. Taka ocena w wielu państwach Europy Środkowej może być znacznie bardziej korzystna dla inwestorów, aniżeli w strefie euro.

W sytuacji pandemii Covid-19 zezwolono na zaciąganie pożyczek przez państwa członkowskie w ESM, ale jedynie na cele ratowania służby zdrowia, a także zrezygnowano z wcześniejszej warunkowości, czyli konieczności wprowadzenia reform strukturalnych w zamian za możliwość udzielenia pożyczki. Stworzono również nowy instrument finansowy w UE, który zasadniczo bazuje na tzw. safe assets, czyli europejski instrument tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem w sytuacji nadzwyczajnej (ang. *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* - SURE). W ramach tego stosunkowo niewielkiego instrumentu (ok. 100 mld euro) udzielane są pożyczki dla państw członkowskich w celu wsparcia narodowych funduszy przeznaczonych dla bezrobotnych lub zagrożonych bezrobociem.

Największy nowy instrument opierający się na safe assets, czyli wspólnym długu UE gwarantowanym w tym wypadku przez wieloletnie ramy finansowe i państwa członkowskie jest europejski fundusz odbudowy lub tzw. *Next Generation EU* (NGEU). Jego podstawową zaletą w porównaniu do wcześniejszych podobnych rozwiązań jest to, że po raz pierwszy będzie nie tylko udzielał pożyczek dla państw członkowskich, ale również bezzwrotnych grantów (w wysokości 390 mld euro). W ten sposób jedne państwa (przede wszystkim tzw. płatnicy netto) będą finansować inwestycje w drugich krajach, tych będących największymi beneficjentami NGEU (choć w gronie głównych beneficjentów tego funduszu znajdują się także niektórzy płatnicy netto, m.in. Włochy i Francja).

Z punktu widzenia stabilizacji strefy euro zaletą jest to, że wydatki omawianego funduszu będą skoncentrowane na południu strefy euro. Niemniej słycać także wiele słów krytyki na temat omawianego instrumentu. Przede wszystkim jest on jednorazowy i będzie wydatkowany jedynie w ciągu pięciu kolejnych lat. Nie jest to więc stały mechanizm pomocy dla państw południa UGW. Pomoc inwestycyjna jest daleko niewystarczająca, w pierwszym roku jego działania (2021) jest szacowana tylko na 0.2 PKB w strefie euro, a w sumie w całym pięcioletnim okresie pomoc wyniesie nie więcej niż 2 proc. PKB w UGW. Tym samym odbiega to od oczekiwanej skali finansowej niezbędnej do ustabilizowania unii walutowej, która jest szacowana na 10 proc. PKB⁶⁵. Ponadto, od początku NGEU była traktowana jako swego rodzaju tania dla pomysłów dużo bardziej odważnych, a więc związanych z uwspólnowaniem długu w UGW i emisją korona-obligacji. Powołanie tego jednorazowego instrumentu (NGEU) zakończyło się zmniejszeniem tradycyjnego budżetu UE, czyli wieloletnich ram finansowych. Dotyczy to zwłaszcza polityki spójności i wspólnej polityki rolnej, których alokacje w WRF 2021-27 są w cenach stałych z 2018 roku mniejsze o prawie 90 mld euro niż w WRF 2014-20, co jest szczególnie niedobre dla polskich interesów. Przy czym w kolejnych perspektywach mogą być WRF jeszcze mniejsze, gdyż obarczone obowiązkiem spłaty długów NGEU. Prowadzi to do zmniejszenia puli inwestycji strukturalnych w UE w przyszłości, co zapewne odbije się zwłaszcza na budżecie polityki spójności dla państw Europy Środkowej. Tym bardziej, że planowane podatki europejskie, które miałyby przyspieszyć spłatę NGEU są kontrowersyjne i w państwach członkowskich i za granicami Unii, a tym samym niepewne jako źródło sfinansowania wspólnych pożyczek.

NGEU jest instrumentem kierowanym do wszystkich państw członkowskich UE, ale jak wcześniej wspomniano jego głównymi beneficjentami będą państwa południa strefy euro. Niemniej z tych wszystkich powodów, które zostały wcześniej przedstawione naukowcy uważają, że NGEU nie stanowi systemowej odpowiedzi na problemy strefy euro. W żadnej mierze nie prowadzi ani do unii transferowej, ani unii fiskalnej⁶⁶, a tym samym nie jest „przełomem Hamiltonowskim” w UE⁶⁷. Jest określany jako „plaster ochronny”, a nie

⁶⁵ D. Howarth, L. Quaglia, *Failing forward in Economic and Monetary Union*, op. cit., s. 12.

⁶⁶ D. Howarth, J. Schild, 2021, op. cit., s. 220.

⁶⁷ D. Howarth, L. Quaglia, *Failing forward in Economic and Monetary Union*, op. cit., s. 13.

skuteczny instrument systemowy mający chronić UGW przed kolejnym kryzysem⁶⁸. Unia walutowa pozostaje niestabilna i wrażliwa na kolejne szoki zewnętrzne, gdyż jest poważnie osłabiona kolejnymi wstrząsami, a problemy nie są tutaj skutecznie rozwiązywane, ale się kumulują⁶⁹.

Niestabilność i wrażliwość UGW na przyszłe kryzysy obniża możliwości zwiększenia międzynarodowej roli euro. Tak samo metodyka polityczna reagowania na zaburzenia ekonomiczne w strefie euro jest niewłaściwa dla międzynarodowych ambicji wspólnej waluty, gdyż jak to ujmują niektórzy naukowcy - niesie w sobie załączek dla kolejnego kryzysu⁷⁰. Emisje papierów dłużnych przez instytucje europejskie nie mają na obecnym etapie negatywnego wpływu na emisję obligacji przez kraje spoza strefy euro, a podstawowym kryterium dla sukcesu takich emisji jest wycena ryzyka dla inwestorów, jak również sytuacji ekonomicznej w poszczególnych państwach. Ocena tych parametrów w państwach Europy Środkowej, w tym w Polsce, jest ogólnie pozytywna, wyraźnie lepsza od niektórych państw członkowskich w strefie euro. Ze względu na bezpieczeństwo finansowe polski rząd powinien unikać w przyszłości podejmowania zobowiązań, które miałyby służyć udzielaniu pożyczek lub dotacji przede wszystkim dla najbardziej zadłużonych państw strefy euro, zwłaszcza z południowych peryferiów tej strefy, tak jak miało to miejsce w przypadku NGUE.

5. Analiza geoeconomicznego znaczenia prac nad cyfrowym euro jako odpowiedzią na konkurencję ze strony podmiotów prywatnych oraz państw trzecich.

W roku 2021 prezes Europejskiego Banku Centralnego Christine Lagarde wystąpiła z inicjatywą, aby wprowadzić cyfrowe euro. Miałoby to zapewnić mieszkańcom strefy euro

⁶⁸ „They represent ‘sticking plaster’ solutions that help to stop the ‘bleeding’, but do not address the underlying ‘pathology’ of divergence and asymmetries in EMU. They are instruments of crisis management and are less focussed on prevention, leaving EMU and its member states vulnerable to further crises.” D. Howarth, L. Quaglia, *Failing forward in Economic and Monetary Union*, op. cit., s. 14.

⁶⁹ E. Feás, *The state of fiscal union in the Euro zone. Are We closer to a “Hamiltonian » moment?* In: F. Fernández Méndez de Andrés (Ed.), *The Euro in 2021. Moving Forward: Monetary Union After Covid19*, Fundación ICO 2021, s. 219–238.

⁷⁰ D. Howarth, L. Quaglia, *Failing forward in Economic and Monetary Union*, op. cit., s. 5.

darmowy dostęp do bezpiecznego i wiarygodnego środka płatniczego. Cyfrowe euro byłyby zarządzane w sposób scentralizowany, a więc przez EBC, a jednocześnie byłyby dostępne dla jak najszerszego grona odbiorców indywidualnych. EBC uruchomił projekt pilotażowy, który wskazał, że już na obecnym etapie istnieją wystarczające możliwości techniczne, aby przeprowadzić operację cyfryzacji wspólnej waluty⁷¹. Taka operacja nie miałaby zastąpić pieniądza papierowego, ale mogłaby w przyszłości ograniczyć obrót pieniądza gotówkowego. Obecnie trwają prace analityczne dotyczące szczegółów docelowego kształtu cyfrowego euro. Etap wstępny potrwa mniej więcej do końca 2023 roku. Później powinna rozpocząć się faza przygotowań do implementacji tego projektu.

Cyfryzacja euro wspomogłoby z pewnością proces cyfryzacji gospodarki europejskiej i stanowiłaby zachętę do rozwijania innowacyjnych rozwiązań w dziedzinie płatności detalicznych. Jak się wydaje, tylko w ograniczonym stopniu wsparłaby proces dalszego umiędzynarodowienia waluty europejskiej. Bariery w tym względzie są przede wszystkim luki instytucjonalne i nierównowagi strukturalne w UGW. Natomiast digitalizacja miałaby raczej na celu zapewnienie poparcia społecznego dla wspólnej waluty u mieszkańców UE, a także mogłaby popularyzować europejską walutę wśród obywateli tych państw, które jeszcze nie przyjęły wspólnej waluty, aby zdecydowały się na ten krok jak najszybciej. Tym samym cyfrowe euro ma wymiar polityczny i marketingowy, a nie tylko praktyczny, związany z ułatwieniem życia obywateli UGW. Można również założyć, że cyfryzacja euro stworzyłaby bankowi centralnemu we Frankfurcie nowe możliwości dla niekonwencjonalnej polityki monetarnej. Przykładowo mogłaby zbudować instrumentarium np. w zakresie tzw. *helicopter money*, czyli uruchomienia nowatorskiego kanału polityki luzowania ilościowego (ang. *quantitative easing*) bezpośrednio do obywateli, co miałoby pobudzić popyt konsumpcyjny. Takie rozwiązanie powinno być rozważane w okresie deflacji, natomiast może być zdecydowanie mniej przydatne w czasie inflacji.

Projekt digitalizacji europejskiej waluty napotyka na protesty, zwłaszcza ze strony podmiotów reprezentujących sektor bankowy. Wynika to po pierwsze z tego, że duże instytucje finansowe w UGW są zainteresowane podobnymi projektami cyfrowymi, czego

⁷¹ *Digital euro experimentation scope and key learnings*, European Central Bank, Frankfurt am Main 2021.

przykładem jest tzw. Europejska inicjatywa płatności (ang. *European Payments Initiative*), organizowana przez grupę banków i wcześniej wspierana przez EBC. Jednak sukces komercyjny tej inicjatywy jest wystawiony na poważne ryzyko w sytuacji planowanego wprowadzenia cyfrowego euro przez EBC. Drugą przyczyną zaniepokojenia banków, zwłaszcza tych średnich i mniejszych jest to, że duża część ich dotychczasowych dochodów mogłaby zostać utracona w sytuacji wprowadzenia cyfrowego euro. Chodzi zwłaszcza o te dochody, które są związane z funkcją obsługi klientów detalicznych. Dla wielu potencjalnych klientów banków posiadanie konta cyfrowego w EBC byłoby znacznie bardziej atrakcyjne i bezpieczne, a tym samym mogliby zrezygnować z usług tradycyjnej bankowości⁷². Tym samym skutkiem ubocznym digitalizacji euro mogłoby być dalsze osłabienie banków w UGW, które i tak są w trudnej sytuacji pod wpływem kolejnych kryzysów. Cyfryzacja europejskiej waluty prawdopodobnie sprzyjałaby konsolidacji w sektorze bankowym, a więc przejmowania banków mniejszych przez te silniejsze, a jednocześnie wymusiłaby zapewne zmianę profilu dotychczasowej bankowości.

Warto zwrócić uwagę na inne projekty wprowadzenia cyfrowych walut, zarówno wysuwane przez publiczne instytucje monetarne, jak i organizacje prywatne. W tym ostatnim przypadku bodaj najśłynniejsza jest zapowiedź Facebooka z 2019 roku o wprowadzeniu cyfrowej waluty dla ponad 2 mld użytkowników tego portalu społecznościowego. Według ankiety Banku Rozrachunków Międzynarodowych blisko 90 proc. banków centralnych na świecie planuje wprowadzenie takiej waluty⁷³. Największe emocje budzą plany w tej mierze władz chińskich, które w czerwcu 2021 roku rozpoczęły program pilotażowego testowania waluty cyfrowej. Prace w tym kierunku rozpoczęły się jeszcze w roku 2014. Planowane jest umożliwienie obcokrajowcom używanie cyfrowego yuana podczas zimowej olimpiady w Pekinie w 2022 roku.

Wśród podstawowych celów digitalizacji wymienia się przede wszystkim możliwość pozyskiwania przez władze informacji na temat operacji finansowych i ich użytkowników.

⁷² L. Van Hove, *A digital euro - could it happen?* *EUobserver*, 22.01.2021, <https://euobserver.com/opinion/150683> [27.07.2021].

⁷³ *BIS Innovation Hub work on central bank digital currency (CBDC)*, Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc.htm> [27.07.2021].

Jedną z przyczyn takiego postępowania jest modelowanie zjawisk gospodarczych, takich jak kształtowanie cen i inflacji, ale również preferencji konsumentów. Innym celem jest zwiększenie bezpieczeństwa transakcji finansowych, w tym ograniczanie dostępu do bardziej ryzykownych, prywatnych walut cyfrowych, ale w przyszłości również zmniejszenie przestępczości, m.in. „prania pieniędzy” pochodzących z działalności kryminalnej. Digitalizacja yuana ma także obniżyć koszty transgraniczne, w tym opłaty pośredników finansowych lub koszty operacji transgranicznych i wymiany walut (np. na rynkach Forex). W najbliższej perspektywie digitalizacja yuana nie będzie stanowić wyzwania ani dla dolara, ani euro na międzynarodowych rynkach finansowych, głównie z uwagi na kontrolę kapitału w ChRL i niewystarczającą liberalizację przepływów kapitałowych i wymiany renminbi (RMB). Niemniej docelowo może to stanowić wyzwanie zarówno dla dolara amerykańskiego jak i euro⁷⁴.

Podsumowując dotychczasowe rozważania należy wskazać, że digitalizacja euro nie będzie miała w najbliższym czasie znaczącego wpływu na umiędzynarodowienie euro, głównie ze względu na problemy instytucjonalne i makroekonomiczne w UGW. Dopiero uporanie się z tymi wyzwaniami otworzy drogę do większej międzynarodowej roli europejskiej waluty. W podobny sposób należy podchodzić do digitalizacji RMB, która zapewne nie będzie miała większego znaczenia dla międzynarodowej roli yuana w początkowym okresie, ze względu na kontrolę rynków kapitałowych w ChRL. Jednak później będzie to zapewne ułatwiało awans chińskiej waluty jako środka płatniczego i rezerw walutowych w skali światowej. Tym samym digitalizacja RMB w powiązaniu ze stopniowo rosnącą rolą międzynarodową chińskich przedsiębiorstw oraz zwiększającą się liberalizacją rynków finansowych w ChRL stanowi bodaj największe wyzwanie dla euro.

Z punktu widzenia Polski duże znaczenie ma zintensyfikowanie prac analitycznych nad cyfrowym pieniądzem banku centralnego⁷⁵, a zwłaszcza podjęcie działań mających wprowadzić digitalizację złotego w przyszłości. Może mieć to przede wszystkim pozytywne znaczenie dla obniżenia kosztów wymiany handlowej z zagranicą, zmniejszenia skali

⁷⁴ Ch. Campbell, *How China's Digital Currency Could Challenge the Almighty Dollar*, Time, 11.08.2021, <https://time.com/6084146/china-digital-rmb-currency/> [27.08.2021].

⁷⁵ *Pieniądz cyfrowy banku centralnego*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2021.

działalności przestępczej przy usługach finansowych, jak również zwiększenia bezpieczeństwa transakcji dla podmiotów instytucjonalnych i osób prywatnych.

6. Ocena znaczenia stabilności i odporności gospodarki i systemu finansowego UE dla międzynarodowej pozycji euro.

Ocenie wpływu sytuacji gospodarczej w strefie euro i szerzej UE oraz poziomu instytucjonalizacji rozwiązań gospodarczych integrujących gospodarki krajów członkowskich poświęcona jest istotna część powyższej analizy. Tu zaprezentowane są podstawowe wnioski dotyczące tego obszaru.

UE pozostaje jedną z największych i najlepiej rozwiniętych gospodarek świata (choć po odejściu Wielkiej Brytanii, jest gospodarką nieznacznie mniejszą niż USA)⁷⁶. Jednak gospodarka UE rozwija się w ostatnich latach relatywnie wolno – wolniej niż gospodarka amerykańska i niż średnie światowe tempo rozwoju. Kraje europejskie utraciły dynamizm rozwojowy, którym Europa Zachodnia cechowała się w latach powojennych (złote trzydziestki), gospodarki europejskiego południa w latach 1980-90, a gospodarki Europy Wschodniej po transformacji. W rezultacie, udziały UE w globalnym PKB i w globalnej wymianie handlowej spadają.

Istotnym czynnikiem determinującym narastającą słabość UE jako jednej z wielkich globalnych fabryk (obszarów mających istotny udział w globalnym przetwórstwie przemysłowym i eksporcie dóbr) jest proces starzenia się społeczeństw europejskich. W nieodległej perspektywie wpłynie on również na zmianę struktury potencjałów rozwojowych państw UE. W szczególności Polska i inne państwa EŚW bardzo silnie odczują konsekwencje starzenia się społeczeństwa, które poprzedziło pełną modernizację gospodarki i ostateczną transformację w państwo imigracyjne.

Dodatkowo, gospodarka UE (w tym, w szczególności strefy Euro) boryka się z problemami strukturalnymi, których nie rozwiązało wprowadzenie Euro. Wciąż niejednorodną strukturę

⁷⁶ Rozmiary gospodarki strefy euro są jednak wyraźnie mniejsze niż amerykańskiej, por. wykres 2.

gospodarki europejskiej ujawnił kryzys gospodarczy 2007-8, który boleśnie odczuły zwłaszcza państwa europejskiego południa. Kryzys wywołany przez pandemię COVID sprawił, że PKB p/c w tych krajach spadł do poziomów niższych niż w roku 2007. Te dwa kryzysy pokazały relatywnie niską odporność gospodarki europejskiej na zaburzenia gospodarcze o zasięgu regionalnym bądź globalnym. O ile głębokość kryzysów w Europie jest z reguły mniejsza niż w USA, to powrót do stanu równowagi trwa dużo dłużej. Dziś, kryzysowi pandemicznemu towarzyszy eksplozja długu publicznego w niektórych państwach strefy euro (w Grecji przekracza on 200% PKB, we Włoszech 150% PKB, a we Francji i Hiszpanii wyraźnie przekracza 100% PKB). O ile pogłębia i poszerza to rynek długu, to jednocześnie tworzy ryzyko dalszej destabilizacji fiskalnej i monetarnej strefy Euro.

Problemem gospodarki strefy euro (i całej UE) jest utrzymująca się rozbieżność interesów gospodarczych poszczególnych państw narodowych, manifestująca się m.in. w odrębnych celach i strategiach polityki fiskalnej, przy wspólnej polityce monetarnej. Unifikacji interesów gospodarczych miało właśnie sprzyjać utworzenie UGW, stworzenie, a potem poszerzenie strefy euro i towarzyszący temu Pakt Stabilności i Wzrostu (wynegocjowany przez Niemcy w zastępstwie wspólnej polityki fiskalnej). Jednak ani pakt, ani następnie kolejne próby zbudowania wspólnej polityki fiskalnej przyniosły na razie co najwyżej niewielkie rezultaty⁷⁷. Dziś, po wszystkich wcześniejszych jego naruszeniach, Pakt Stabilności i Wzrostu wydaje się co najwyżej listkiem figowym, nie dającym poczucia bezpieczeństwa zewnętrznym inwestorom. Nie jest więc wsparciem dla globalnej pozycji Euro.

Jak wskazaliśmy powyżej, towarzyszą temu słabe instytucjonalne fundamenty gospodarki UE, a strefy euro w szczególności. Przykładem słabości instytucjonalnej UGW jest Unia Bankowa. UB jest rozwiązaniem powierzchownym i instytucjonalnie niespójnym⁷⁸. Osłabiła nadzór bankowy na poziomie państw członkowskich jednocześnie nie wzmacniając nadzoru na szczeblu unijnym. Jednocześnie jest projektem niedokończonym, a problemy sektorów bankowych w niektórych krajach (ujawnione m.in. w następstwie kryzysu 2007-8) hamują na szczeblu politycznym proces jej ukończenia. Także UGW jest instytucją niekompletną i

⁷⁷ Por. argumenty polityczne w P. Taylor, *Let the European Union spend*, *Politico*, maj 2021, <https://www.politico.eu/article/eu-european-union-spend-coronavirus-recovery/> [27.07.2021].

⁷⁸ L. Qualia 2019, op.cit.

asymetryczną: scentralizowanej polityce monetarnej towarzyszy zdecentralizowana polityka fiskalna, która jest pozostawiona państwom członkowskim⁷⁹.

Unia Rynków Kapitałowych ma pogłębić i poszerzyć europejskie rynki finansowe, co mogłoby stać się fundamentem poprawy pozycji euro na globalnych rynkach finansowych (a przy okazji sytuacji najbardziej zadłużonych państw). Zwiększając siłę i globalną konkurencyjność europejskich rynków finansowych, wprowadza rozwiązania regulacyjne ryzykowne i nie ukształtowane w długim procesie ewolucji i dostosowań, tworząc nowe ryzyka niestabilności gospodarki europejskiej. Próby liberalizacji rynków wprowadzane odgórnie konkurują zresztą w procesie politycznym ze skłonnościami protekcjonistycznymi w odniesieniu do gospodarek krajów najsilniejszych politycznie, a także gospodarki europejskiej. O ile nadmierna liberalizacja grozi destabilizacją gospodarki europejskiej, to strategie protekcjonistyczne nie będą sprzyjać szybkiemu wzrostowi znaczenia rynku kapitałowego UE. Dodatkowo strategia obchodzenia Pakt Stabilności i Wzrostu przez państwa członkowskie, niedokończona instytucjonalizacja UGW, a także słabe fundamenty Unii Bankowej nie dają gwarancji wzrostu globalnego znaczenia rynków finansowych UE, pomimo podejmowanych wysiłków.

Obecna, relatywnie słaba pozycja euro na globalnych rynkach ma więc swoje źródła w słabości gospodarki europejskiej – w tym wynikającej z braku spójności wewnętrznej niestabilności, niepełnej instytucjonalizacji ładu gospodarczego w UE i niewielkiej głębokości europejskich rynków finansowych. To oczywiście tylko miary relatywne, bo UE pozostaje i tak jedną z największych i najstabilniejszych gospodarek na świecie, ale w rywalizacji o globalną pozycję euro musi mierzyć się z dolarem i sytuacją gospodarczą i potencjałem politycznym USA.

Dyskutowane i wprowadzane w ostatnich latach paneuropejskie instrumenty finansowe, zwłaszcza omówione w tym opracowaniu instrumenty finansowania *Next Generation EU*, mogłyby w tej sytuacji spełnić potrójną funkcję:

⁷⁹ D. Howarth, L. Quaglia, *Failing forward in Economic and Monetary Union*, op. cit.

- przyczynić się do znacznego pogłębienia europejskich rynków finansowych, zwłaszcza rynku instrumentów dłużnych, czyniąc z niego poważniejszą niż dotychczas alternatywę dla rynku amerykańskiego;
- wzmocnić procesy pogłębienia integracji, zwłaszcza integracji fiskalnej;
- dać bodziec do przyspieszenia rozwoju i wzrostu konkurencyjności gospodarki europejskiej.

Wydaje się jednak, że mechanizm ten nie spełni tej funkcji, nie odegra roli „momentu hamiltonowskiego” w gospodarce europejskiej⁸⁰. Wynika to zarówno z natury przyjętych rozwiązań (chroniących interesy głównych rozgrywających zamiast stawać się politycznym fundamentem integracji), ograniczonej skali przedsięwzięcia, jak i czynników będących kluczowymi barierami rozwoju UE, które nie zostały w pełni zaadresowane w przyjętych rozwiązaniach (starzenie się społeczeństw, spadająca konkurencyjność gospodarek UE, rosnąca technologiczna konkurencja gospodarek azjatyckich, utrata rynków i wreszcie – traktowana tym razem jako przyczyna a nie skutek, słabość euro jako globalnej waluty).

Obecny stan gospodarki UE, a zwłaszcza strefy euro, nie stanowi więc przesłanki do uznania, że w najbliższym czasie globalna rola euro ulegnie poprawie. Moment, gdy pisano o euro, jako o kandydacie do rywalizacji z dolarem skończył się w I dekadzie XX wieku, a dziś pewniejszym niż euro pretendencem mogącym wypchnąć dolara z roli dominującej waluty międzynarodowej wydaje się juan.

7. Ocena znaczenia wzmocnienia międzynarodowej roli euro dla budowy unijnej autonomii strategicznej – czy wzmocnienie roli euro jest niezbędne dla tego procesu?

Autonomia strategiczna – zwłaszcza w ujęciu polityków francuskich - oznacza próbę budowania przez Unię Europejską niezależności wobec Stanów Zjednoczonych Ameryki w ujęciu politycznym, ekonomicznym i w zakresie możliwości prowadzenia samodzielnej

⁸⁰ E. Feás 2021, op.cit.; G. Calhoun, Europe’s Hamiltonian Moment – What Is It Really?, *Forbes*, 26.05.2020

polityki zewnętrznej Unii. Nie wszystkie państwa członkowskie podzielają takie stanowisko⁸¹, niemniej w praktyce autonomia strategiczna zmierza ku wzmocnieniu strategicznej niezależności UE od zewnętrznych wpływów, w szerszym ujęciu jest to koncepcja mająca na celu wzmacnianie potencjału geopolitycznego Europy w stosunku do USA, jak również innych potęg międzynarodowych, m.in. Federacji Rosyjskiej i Chińskiej Republiki Ludowej. Ma doprowadzić do wykreowania silnego europejskiego bieguna geopolitycznego w ramach wielobiegunowego ładu międzynarodowego, który w założeniu powinien zastąpić układ zdominowany przez Waszyngton, a więc układ, który nastąpił po zakończeniu Zimnej Wojny. W praktyce ład wielobiegunowy jest zapewne przejściowy, a tym samym bardzo niestabilny⁸². Jest to układ prowadzący do wytworzenia nowego i bardziej stabilnego ładu międzynarodowego w przyszłości. Niemniej politycy wywodzący się z największych państw członkowskich, przede wszystkim francuscy i niemieccy, dążą do wzmocnienia UE i uczynienia z niej samodzielnego podmiotu stosunków międzynarodowych, który mógłby nie tylko decydować o własnej przyszłości, ale również odgrywać coraz większą rolę w otaczającym regionie i na arenie globalnej.

O mocarstwowej pozycji geopolitycznej decyduje przede wszystkim potencjał militarny i gospodarczy, powiązany z nimi zasób technologiczny i naukowy, jak również w mniejszym stopniu demograficzny i terytorialny. Kluczowe znaczenie mają jednak zdolności wojskowe i ekonomiczne. W przypadku tych pierwszych UE jest zależna od parasolu militarnego ze strony USA i NATO, a możliwości samodzielnej obrony są bardzo niewystarczające. To powoduje, że w przypadku wycofania się USA z Europy lub nawet zmniejszenia zainteresowania bezpieczeństwem europejskim – Unia Europejska pozostaje w dużej mierze bezbronna i wystawiona na konieczność współpracy w zakresie bezpieczeństwa z agresywną Rosją, co faktycznie może oznaczać daleko idące ustępstwa wobec oczekiwań i interesów rosyjskich. Właśnie z tego powodu koncepcja strategicznej autonomii jest ryzykowna dla UE, natomiast bardzo korzystna dla Rosji i Chin. Oznacza bowiem przyspieszenie procesu wycofywania się USA z Europy z wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami dla bezpieczeństwa Starego Kontynentu.

⁸¹ Por. *Conclusions, European Council meeting*, European Council, Brussels, 11 December 2020.

⁸² Szerzej: T.G. Grosse, *Cztery wymiary integracji*, Wydawnictwo Sejmowe, Warszawa 2021, rozdz. 1-3.

Unia Europejska buduje zasadniczo swoją autonomię strategiczną na potencjale gospodarczym oraz normatywnym, który niekiedy jest określony mianem „potęgi normatywnej”⁸³. Z punktu widzenia geoeconomicznego chodzi o krzewienie w środowisku międzynarodowych regulacji i innych norm, które są korzystne dla rozwoju UE, a jednocześnie pozwalają na związanie, uzależnienie lub wręcz podporządkowanie partnerów zewnętrznych. O ile UE jest skuteczna w zakresie eksportowania własnego reżimu regulacyjnego w samej UE i w stosunku do niektórych, słabszych sąsiadów, o tyle jej potencjał w szerszym środowisku międzynarodowym w omawianym zakresie jest bardzo ograniczony. Świadczy o tym choćby niechęć do przyjmowania norm unijnych przez Rosję, ChRL, a nawet USA, nie mówiąc o niektórych państwach Morza Śródziemnego, takich jak Turcja lub Libia. Dlatego koncepcja potęgi normatywnej jest często krytykowana, jako niewystarczająca dla osiągnięcia przez Unię niezależnego i silnego bieguna w stosunkach międzynarodowych.

W ujęciu militarnym UE jest słaba i zależna od woli innych mocarstw. Na płaszczyźnie normatywnej ma znacznie większy zakres oddziaływania, ale nadal przy poważnych ograniczeniach. W przypadku sfery gospodarczej potencjał UE wydaje się być największy, czego dowodzi europejski eksport, potencjał przemysłowy i technologiczny. Być może największym atutem UE jest rynek wewnętrzny, zarówno w ujęciu generowanych na tym rynku korzyści dla państw członkowskich, jak również możliwości oddziaływania na partnerów zewnętrznych, którzy chcieliby uzyskać dostęp do tego rynku. W przypadku UGW stanowi ona z jednej strony mechanizm wsparcia dla zasobów europejskich, zwłaszcza dla niemieckiego eksportu. Z drugiej jest coraz silniejszym obciążeniem zarówno dla południowej części unii walutowej i Francji, ale tym samym jest wyzwaniem dla europejskiej ambicji w zakresie autonomii strategicznej.

Niektóre badania wskazują na to⁸⁴, że dzięki ramom unii walutowej realny kurs walutowy dla przedsiębiorstw niemieckich jest niższy, aniżeli w sytuacji kiedy posługiwaliby się oni walutą

⁸³ I. Manners, *Normative power Europe: a contradiction in terms?* Journal of Common Market Studies, 2002, 40 (2), pp. 235–258.

⁸⁴ M.G. Schoeller, O. Karlsson, *Championing the ‘German model’? Germany’s consistent preferences on the integration of fiscal constraints*, Journal of European Integration, 43:2, s. 191-207 [196]; S. Hohberger, M.

narodową. Dlatego eksport niemiecki w warunkach UGW na rynki międzynarodowe, w tym zarówno w samej UE, jak i rynki zewnętrzne jest cenowo bardziej konkurencyjny, a tym samym może być większy. Od czasu utworzenia UGW efektywny kurs walutowy spadł w Niemczech mniej więcej o połowę, a jednocześnie niemiecki eksport zwiększył się mniej więcej o 25 proc. w stosunku do poprzedniego okresu⁸⁵. Szczególny wzrost konkurencyjności cenowej niemieckiej gospodarki, a tym samym nadwyżki eksportowej RFN nastąpił w czasie kryzysu strefy euro (2010-2015), a więc wtedy, kiedy nastąpiło wyraźne osłabienie europejskiej waluty.

Niemniej to co jest dobre dla Berlina, niekoniecznie jest odpowiednie dla pozostałych stolic w UGW, a tym samym dla samej UGW. Niemiecka nadwyżka eksportowa w dużej mierze dokonuje się na koszt pozostałych, słabszych gospodarek, przede wszystkim usytuowanych na południu strefy euro⁸⁶. Dlatego celem niemieckich władz jest utrzymanie korzystnej dla RFN asymetrii instytucjonalnej w UGW przy możliwie najmniejszych kosztach. Chodzi o to, aby utrzymać nierównowagę w odniesieniu do konkurencyjności gospodarczej między częścią północną i południową tej unii, co oznacza, że nie powinno się wprowadzać skutecznych instrumentów redystrybucyjnych, które niwelowałyby nierównowagi makroekonomiczne. Tym bardziej, że w takiej sytuacji koszty pozostawania w unii walutowej musiałyby znacząco wzrosnąć dla strony niemieckiej.

Innym kosztem, który wynika z obecnego kryzysu pandemicznego dla Niemiec jest wysoka inflacja, która może utrzymać się w dłuższym horyzoncie czasu. Warto zwrócić uwagę na to, że w maju 2021 roku ceny producentów w strefie euro wzrosły niemal o 10 proc. rok do roku⁸⁷. Było to pokłosie przyjętej strategii antykryzysowej, a więc ekspansji fiskalnej i monetarnej w UGW, ale także zmian w zakresie polityki klimatycznej UE (w tym samym miesiącu ceny energii w strefie euro podskoczyły o 25 proc. rok do roku). Taki sposób przebiegu kryzysu jest znacznie boleśniej odczuwany przez posiadaczy kapitału (w więc dużą

Ratto, L. Vogel, *The euro exchange rate and Germany's trade surplus*, *International Finance*, 2020; 23, s. 85–103.

⁸⁵ S. Hohberger, M. Ratto, L. Vogel, op. cit., s. 88.

⁸⁶ F. Scharpf, *International Monetary Regimes and the German Model*, MPIfG Discussion Paper 18/1, Max Planck Institute for the Study of Societies, 2018, rozdz. 5.

⁸⁷ J. Hausner, *Elementarny brak koordynacji*, Rzeczpospolita, 26.07.2021, <https://www.rp.pl/Opinie/307269908-Jerzy-Hausner-Elementarny-brak-koordynacji.html> [27.07.2021].

część społeczeństwa niemieckiego), niż miało to miejsce w czasie poprzedniego kryzysu. Może mieć to fatalne konsekwencje polityczne w państwach UGW. Inflacja bowiem może „pożerać” oszczędności w państwach bogatszych, natomiast ewentualna podwyżka stóp procentowych – zapowiadana przez niektórych członków Rady Prezesów EBC⁸⁸ - byłaby z kolei ogromnym wyzwaniem dla obsługi długu suwerennego przez peryferyjne państwa unii walutowej, jak również bardzo ryzykowana dla sektora bankowego w tych krajach.

Wprowadzenie wspólnej waluty miało m.in. służyć realizacji ambicji geopolitycznych zjednoczonej Europy, a tym samym sprzyjać jej autonomii strategicznej. Kolejne kryzysy stanowiły przeszkodę dla realizacji tych celów. Dodatkowym problemem są nierówności makroekonomiczne w UGW i jej braki instytucjonalne, a ostatnio także presja inflacyjna w strefie euro. To wszystko ogranicza międzynarodową rolę euro, jak również możliwości wykorzystania wspólnej waluty do budowania strategicznej autonomii w Europie.

8. Ocena skutków wzmocnienia międzynarodowej roli euro dla państw członkowskich UE pozostających poza strefą euro w tym Polski. Wpływ wzmocnienia międzynarodowej roli euro na proces konwergencji państw członkowskich. Rekomendacje działań dla Polski.

Analizując szanse zwiększenia międzynarodowej roli euro w najbliższych latach należy je ocenić jako niewielkie. Wprawdzie instytucje europejskie, w tym Komisja Europejska i EBC podejmują w ostatnich miesiącach działania w tym kierunku, zwłaszcza w sferze retorycznej, ale należy uznać je za dalece niewystarczające. Specjaliści wskazują, na dwie zasadnicze bariery w tej mierze⁸⁹. Po pierwsze wielkość bezpiecznych aktywów w strefie euro jest nadal zbyt mała. Ostatnio na potrzeby zwalczania kryzysu pandemicznego odbyła się m.in. emisja długu przez Europejski Bank Inwestycyjny (200 mld euro), SURE (100 mld euro), ESM (240

⁸⁸ „Nie uważam, aby wyższe stopy inflacji były wykluczone” - ostrzegł prezes Bundesbanku Jens Weidmann. „EBC nie jest po to, by dbać o bezpieczeństwo wypłacalności państw”. Por. A. Von Ettl, O. Gersemann, H. Zschäpitz, *Bundesbank-Präsident hält höhere Inflationsraten nicht für ausgeschlossen*, DIE WELT, 08.08.2021, <https://www.welt.de/wirtschaft/article232998367/Bundesbank-Praesident-Weidmann-bereitet-Eurostaaten-auf-straefere-Geldpolitik-vor.html> [27.08.2021].

⁸⁹ G. Claeys, Guntram B. Wolff, *For the euro there is no shortcut to becoming a dominant currency*, Bruegel, October 13, 2020, <https://www.bruegel.org/2020/10/for-the-euro-there-is-no-shortcut-to-becoming-a-dominant-currency/> [27.07.2021].

mld euro), oraz zapoczątkowano emisję długu przez Komisję w ramach NGEU (750 mld euro). Niemniej część *safe assets* emitowanych w strefie euro nie jest zbyt bezpieczna. Tak jest z obligacjami niektórych państw UGW. Nawet jeśli są one w dużej mierze skupowane przez europejski sektor bankowy i EBC to nadal agencje ratingowe oceniają je mniej przychylnie. Ocenia się, że tylko około 20 proc. *safe assets* w UGW ma najwyższy rating AAA⁹⁰. Przed rokiem 2008 był to poziom 40 proc. O ile wielkość aktywów nominowanych w euro dostępnych dla inwestorów i banków centralnych systematycznie rośnie, o tyle ich bezpieczeństwo się obniżyło.

W ten sposób dochodzimy do drugiego problemu z punktu widzenia umiędzynarodowienia euro. Jest nim słabość konstrukcji UGW, co zostało omówione w poprzednich częściach ekspertyzy. Deficyty oraz instytucjonalna asymetria konstrukcji tej unii powodują, że inwestorzy nie mają pewności, czy w sytuacji turbulencji na rynkach finansowych papiery denominowane w euro są w istocie bezpieczne. W czasie kryzysu po roku 2010 bezpieczną przystanią był przede wszystkim amerykański dolar, dlatego kurs wymiany euro uległ osłabieniu. Po doświadczeniu pierwszego kryzysu w strefie euro, kiedy rozważano Grexit, ale również po faktycznym opuszczeniu Unii Europejskiej przez Zjednoczone Królestwo – okazało się, że procesy integracyjne w Europie nie są nieodwracalne. Mało tego – unia walutowa jest organizmem niestabilnym i wrażliwym na turbulencje ekonomiczne i polityczne. Zawsze któreś państwo może więc opuścić UGW i UE, co stanowi poważną barierę dla umiędzynarodowienia wspólnej waluty. W ten sposób również brexit stanowi kolejne obciążenie dla wzrostu międzynarodowej roli euro.

W tym kontekście warto zadać pytania o to, czy promocja euro jako waluty rezerwowej przez instytucje europejskie może się w ogóle powieść, a także, czy w istocie jest celem oczekiwanym przez wszystkie zainteresowane strony. Warto bowiem przypomnieć, że umiędzynarodowienie waluty może też przynieść ze sobą określone koszty dla UGW. Przykładowo w sytuacji niepewności na rynkach globalnych zwykle taka waluta ulega aprecjacji, co autonomicznie ogranicza możliwości eksportu.

⁹⁰ G. Claeys, Guntram B. Wolff, op. cit., s. 3.

W chwili obecnej przesłanki świadczące o wzmacnianiu międzynarodowej roli Euro są więc słabe. Wzmocnienie roli euro nastąpiło jedynie w skali regionalnej i objęło swoim obszarem strefę wpływów UE. Widać to po kształtowaniu się europejskich giełd towarowych, wzroście znaczenia wyceny przedsiębiorstw europejskich na giełdach strefy euro czy rosnącym udziale handlu w Euro w ramach UE. Niemniej wymienione procesy tylko w ograniczonym stopniu wspierają konwergencję między państwami członkowskimi, dla której podstawowe znaczenie ma integracja rynków i polityka fiskalna UE. Kluczowym czynnikiem jest proces pogłębiania integracji gospodarczej i wynikającej z niej synchronizacji cykli gospodarczych, alokacji inwestycji i przepływów czynników produkcji, w tym pracy. Niestety w ostatnich dekadach każdy kolejny kryzys pogłębia dywergencję między krajami UE w zakresie głównych wskaźników makroekonomicznych.

Niemniej euro, jako jedna z walut globalnych i dominująca waluta regionalna ma znaczący wpływ na inne waluty regionu, w tym złotego. Oddziaływanie to dokonuje się w ramach UE za pośrednictwem transferów wpływających na kurs krajowych walut i efektu 'pass-through' (PTE). Opisuje on wpływ zmian kursów walut na ceny artykułów i usług, zarówno tych podlegających wymianie jak i sprzedawanych tylko na krajowym rynku. W ten sposób polityka EBC jest odczuwalna nawet poza strefą euro.

Euro odgrywa rolę w procesach konwergencji jako silna waluta regionalna, a wzmacnianie pozycji globalnej euro pozostanie neutralne dla dalszych procesów konwergencji. Chyba, że ich skutkiem będzie wyhamowanie procesów reindustrializacji i wzrost znaczenia UE jako globalnego centrum finansowego z euro jako walutą inwestycyjną. To mogłoby sprzyjać przyspieszonemu rozwojowi kilku regionów metropolitalnych strefy euro w modelu podobnym do rozwoju Londynu. W efekcie mogłoby dojść do stopniowego wyhamowania/odwrócenia procesów konwergencji, ze względu na zmianę charakteru czynników determinujących rozwój gospodarczy w UE.

Przyjęcie euro przynosi korzyści ze stabilizacji kursowej w wymianie gospodarczej, a także szereg innych korzyści, jednak kosztem utraty samodzielności polityki monetarnej. Najważniejszym czynnikiem w tym względzie byłaby rezygnacja z elastycznego kursu wymiany waluty narodowej, który ułatwia proces dostosowań ekonomicznych w sytuacji

szoku zewnętrznego. Dzięki temu Polska była tzw. zieloną wyspą w okresie kryzysu po roku 2008, a także znacznie szybciej wyszła z trudności ekonomicznych w porównaniu do wielu państw UGW.

Rozważmy jeszcze skutki wzmocnienia międzynarodowej pozycji/roli euro dla krajów członkowskich UE pozostających poza strefą euro, w tym w szczególności dla Polski. Wzrost roli euro jako waluty rezerwowej i inwestycyjnej mógłby potencjalnie, w dalszej perspektywie czasowej, skutkować procesami opisanymi powyżej na przykładzie dolara: spadkiem korelacji pomiędzy bilansem handlowym a kursem waluty. W takim wypadku decyzja o polityce monetarnej krajów spoza strefy euro (przyjęcie euro, powiązanie krajowej waluty sztywnym kursem z euro, zachowanie autonomicznej polityki monetarnej), o ile nie będzie determinowana czynnikami politycznymi, powinna uwzględniać stan i strukturę ich gospodarek (w tym bilans handlowy, strukturę eksportu, znaczenie kursu walutowego dla eksportu itp.).

Można przyjąć, że w interesie polski jest euro jako silna waluta regionalna (z perspektywą akcesji do strefy euro w nieokreślonym horyzoncie czasowym). Takie euro będzie sprzyjać rozwojowi gospodarczemu Polski, a jednocześnie – w sytuacji, gdy UE nie pełni roli globalnego imperium podobnej do USA – będzie umożliwiać prowadzenie optymalnej polityki handlowej i gospodarczej całego ugrupowania.

9. Podsumowanie

Podsumowując, euro ma pewne cechy waluty globalnej/międzynarodowej jako waluta rezerwowa, oraz jako waluta na międzynarodowych rynkach finansowych. Nie ma jednak poważnych przesłanek, by sądzić, że znaczenie euro w najbliższym czasie wzrośnie, albo że stanie się równorzędnym „partnerem” dla dolara amerykańskiego⁹¹. Co więcej, w pewnych obszarach rosnące znaczenie waluty chińskiej, a także walut niektórych krajów surowcowych

⁹¹ Ostrzej sformułowaną tezę zobacz w: M. Feldstein, *The Failure of the Euro. The Little Currency That Couldn't*, *Foreign Affairs* 1-2/2012; V. Mendez-Barreira, *Why has the euro failed as a global reserve currency?* *Central Banking*, 19 czerwca 2020, online: <https://www.centralbanking.com/central-banks/reserves/foreign-exchange/7564756/why-has-the-euro-failed-as-a-global-reserve-currency>.

może wpływać na relatywne osłabienie międzynarodowego znaczenia Euro. W średnim okresie rola euro będzie zdeterminowana sytuacją polityczną i ekonomiczną UE na tle świata. Dziś oddziaływanie euro ma zasięg regionalny, ma również pewne znaczenie w odniesieniu do części głównych partnerów handlowych. Jednak w najbliższej przyszłości dalszy wzrost siły gospodarczej Chin może jednak prowadzić do rosnącego znaczenia yuanów chińskich (renminbi), być może również w wymianie z Europą.

Wyjście Zjednoczonego Królestwa z UE przyniosło szereg negatywnych zjawisk zarówno dla strony brytyjskiej, jak również Unii Europejskiej. Jednym ze skutków było ograniczenie dostępu europejskich przedsiębiorców do tańszych i bardziej rozwiniętych usług londyńskiego City, a także za jego pomocą do globalnych rynków finansowych. Ponadto, brexit był przejawem dezintegracji, co negatywnie rzutowało także na wiarygodność UGW wśród inwestorów. Ważnym skutkiem brexitu była również presja na osłabienie i rozproszenie nadzoru nad rynkami finansowymi w UE, a także rosnące ryzyko zróżnicowania standardów regulacyjnych w UE, jak również groźba arbitrażu regulacyjnego⁹². Są to zjawiska związane z coraz silniejszą tendencją do fragmentaryzacji rynków finansowych w UE oraz rosnącej konkurencji między różnymi narodowymi ośrodkami aspirującymi do schedy po londyńskim City.

Przykładem braków instytucjonalnych UGW jest UB. Jest ona niekompletna i nie ma zgody politycznej na jej zakończenie. Na obecnym etapie UB nie spełnia pokładanych nadziei pod względem nadzorczym, a nawet pojawiają się opinie, że faktycznie osłabia nadzór nad bankami w najbardziej podatnych na kryzys państwach UGW. Państwa silnie zadłużone, o najsłabszych instytucjach bankowych, które są w ogromnym stopniu nabywcami długu suwerennego, m.in. Włochy, Grecja i Portugalia - są nadal w ogromnym stopniu odpowiedzialne za problemy sektora bankowego. Jedną z tendencji jest słabość zabezpieczeń kapitałowych w bankach na południu UGW, co oznacza, że banki nie mogą dokonać skutecznej restrukturyzacji w oparciu o mechanizm bail-in⁹³. UB sprzyjała temu, aby podporządkowane instytucje finansowe w lepszej kondycji umożliwiały ratowanie banków-

⁹² S. Lavery, S. McDaniel, D. Schmid, 2019, op. cit., s. 1505.

⁹³ J. Asimakopulos, D. Howarth, 2021, op. cit., s. 13.

matek w innych krajach⁹⁴. Jest to sytuacja, która mogłaby w przyszłości dotknąć polskiego sektora finansowego, gdzie wiele instytucji jest własnością inwestorów zagranicznych, w tym z krajów południowych peryferiów strefy euro.

Projektem mającym w założeniach wprowadzić przełom w konstrukcji UE, ale także w poważny sposób wspierać najbardziej dotknięte w czasie pandemii południe strefy euro był nowy instrument odbudowy gospodarczej, czyli NGEU. Jednak w opinii wielu naukowców nie stanowi systemowej odpowiedzi na problemy strefy euro, w żadnej mierze nie prowadzi ani do unii transferowej, ani unii fiskalnej⁹⁵, a tym samym nie jest „przełomem Hamiltonowskim” w UE⁹⁶. Jest określany jako „plaster ochronny”, a nie skuteczny instrument systemowy mający chronić UGW przed kolejnym kryzysem⁹⁷. Unia walutowa pozostaje niestabilna i wrażliwa na kolejne szoki zewnętrzne, gdyż jest poważnie osłabiona kolejnymi wstrząsami, a problemy nie są tutaj skutecznie rozwiązywane, ale się kumulują⁹⁸.

Podsumowując, UGW jest nadal systemem niekompletnym i niewystarczająco stabilnym w sytuacji kryzysu. Ekspansja fiskalna i monetarna pod wpływem kryzysu pandemicznego wprawdzie stabilizują sytuację w krótkim okresie czasu, ale jednocześnie prowadzą do silnego zadłużenia państw członkowskich, zwłaszcza na południu strefy euro, a także zwiększenia presji inflacyjnej i ryzyka stagflacji. Bogata północ UGW, na czele z Niemcami blokuje możliwości unii transferowej i uwspólnotowienia długu, a dotychczasowe instrumenty antykryzysowe nie gwarantują ani pełnej stabilności, ani odbudowy strefy euro. Problemy makroekonomiczne tej strefy nawet pod pewnymi względami uległy znaczącemu pogorszeniu.

Niemcy i ich sojusznicy z północnej części UGW zaaprobowali poluzowanie kryteriów fiskalnych, co zwiększa ryzyko kryzysu zadłużenia w unii walutowej. Tym samym jedno z

⁹⁴ P.D. Culpepper, T. Tesche, 2021, op. cit., s. 142.

⁹⁵ D. Howarth, J. Schild, 2021, op. cit., s. 220.

⁹⁶ D. Howarth, L. Quaglia, *Failing forward in Economic and Monetary Union*, op. cit., s. 13.

⁹⁷ „They represent ‘sticking plaster’ solutions that help to stop the ‘bleeding’, but do not address the underlying ‘pathology’ of divergence and asymmetries in EMU. They are instruments of crisis management and are less focussed on prevention, leaving EMU and its member states vulnerable to further crises.” D. Howarth, L. Quaglia, *Failing forward in Economic and Monetary Union*, op. cit., s. 14.

⁹⁸ E. Feás, *The state of fiscal union in the Euro zone. Are We closer to a “Hamiltonian » moment?* In: F. Fernández Méndez de Andés (Ed.), *The Euro in 2021. Moving Forward: Monetary Union After Covid19*, Fundación ICO 2021, s. 219–238.

najważniejszych jak dotąd wymogów regulacyjnych dla unii walutowej został bezterminowo zawieszony⁹⁹. Prawdopodobnie będzie bardzo trudno przywrócić dyscyplinę fiskalną w UGW w przyszłości. To niepokoi Niemców, bo oznacza perspektywę turbulencji politycznych i ekonomicznych w przyszłości, gdyż na przykład politycy francuscy i włoscy zmierzają do poluzowania wymogów konwergencji w unii walutowej¹⁰⁰. Niemcy musieli też zaaprobować ekspansję monetarną EBC, która faktycznie broni przed erupcją kolejnego kryzysu zadłużenia i załamaniem systemu bankowego w strefie euro. Niemniej politycy niemieccy nie zgadzają się na dalej idące zmiany mające prowadzić do unii transferowej, a więc mające centralizować politykę fiskalną w unii walutowej. Pytanie jakie należy postawić dotyczy tego, jak długo jedynym skutecznym instrumentem antykryzysowym może być EBC, kiedy szereg parametrów makroekonomicznych w tej strefie się pogarsza, zwłaszcza rośnie ryzyko stagflacji.

Każdy kolejny kryzys w UGW jest dla tej unii niebezpieczny, a jednocześnie pogłębia problemy strukturalne tej strefy oraz kumuluje koszty ekonomiczne i polityczne. Tym samym podważa możliwości zbudowania podstaw ekonomicznych dla autonomii strategicznej UE. Nawet jeśli architektura unii walutowej jest generalnie asymetrycznie korzystna dla RFN, co przede wszystkim wzmacnia pozycję geopolityczną Niemiec wewnątrz UGW i UE, to już trudniej mówić o równie pozytywnym oddziaływaniu wspólnej waluty na pozycję całego ugrupowania integracyjnego. Dotyczy to zwłaszcza okresu kryzysów, które nie są w pełni przezwyciężane na płaszczyźnie instytucjonalnej. Tym samym niedokończona lub asymetryczna konstrukcja unii walutowej staje się obciążeniem nie tylko dla międzynarodowej pozycji europejskiej waluty, ale również dla ambicji w zakresie autonomii strategicznej. Jeszcze większym problemem dla tych ambicji strategicznych UE jest jej słabość w zakresie bezpieczeństwa, silna fragmentaryzacja i rosnące podziały między państwami członkowskimi, w tym silne spory ideologiczne. To wszystko stanowi poważne ograniczenie dla zwiększenia pozycji geopolitycznej i możliwości skutecznego oddziaływania w stosunkach zewnętrznych. Ponieważ zależy nam na silnej i stabilnej UE (jako strefie wolnego handlu i

⁹⁹ S. Ladi, D. Tsarouhas, *EU economic governance and Covid-19: policy learning and windows of opportunity*, *Journal of European Integration*, 2020, 42:8, s. 1041-1056.

¹⁰⁰ G. Leali, *Can Macron and Draghi form post-Merkel alliance?* Politico, July 27, 2021, <https://www.politico.eu/article/emmanuel-macron-mario-draghi-france-italy-angela-merkel/> [27.07.2021].

przepływu osób, jako obszaru bezpieczeństwa wymiany handlowej, jako gwarancji zewnętrznego bezpieczeństwa Polski, jako strefie stabilnego rozwoju, jako obszaru bogactwa i zamożności...), zależy nam na stabilnym euro. Obecna pozycja euro jest odbiciem pozycji gospodarczej i politycznej UE (ze wszystkimi jej silnymi stronami i słabościami), a także w drugim rzędzie słabości pewnych rozwiązań instytucjonalnych/regulacji. Oczekiwanie, że wzmocnimy euro, a przez to UE i jej pozycję na świecie jest raczej złudne.

Dlatego z punktu widzenia Polski (i jak się wydaje również interesów całego ugrupowania integracyjnego: UE), euro ma szczególną wartość jako silna i stabilna waluta regionalna, wspierająca trwałość UE. Słabości euro, nie jako waluty międzynarodowej, ale jako waluty regionalnej, powinny mieć wpływ na polską politykę. Pomimo, że jako zewnętrzny aktor Polska nie ma bezpośredniego wpływu na sytuację euro, to powinna wspierać działania mające na celu stabilizację tej waluty i ograniczające ryzyka dla jej trwałości. Z drugiej strony, ze względu na obecną – opisaną w analizie – niestabilną sytuację euro, tylko w ograniczonym stopniu powinny być podejmowane działania ograniczające monetarny wymiar autonomii strategicznej Polski.