

## Rozdział 5.

# Czy możliwa jest detronizacja amerykańskiej waluty? Dolar po kryzysie z 2008 r.

### Streszczenie

Tematem niniejszego rozdziału jest analiza międzynarodowej roli dolara po kryzysie finansowym z roku 2008 r. W tym celu w pierwszej kolejności przedstawiono historię monetarną Stanów Zjednoczonych na przestrzeni ostatnich 100 lat, a następnie omówiono przyczyny ostatniego kryzysu globalnego. Po tak sformułowanym wstępie, na podstawie dostępnych danych empirycznych, przeanalizowano aktualną pozycję dolara jako waluty międzynarodowej i podjęto próbę oceny jego przyszłości, wyznaczając trzy możliwe scenariusze.

### Abstract

The subject of this chapter is an analysis of the international role of the dollar after financial crisis in 2008. For this purpose, the monetary history of the US over last hundred years was presented first and then causes of the last global crises were analyzed. After this introduction, the current position of the dollar as an international currency was examined, based on available empirical data, and an attempt was made to assess its future by setting three possible scenarios.

### Słowa kluczowe

kryzys finansowy, dolar amerykański, waluta międzynarodowa

### Keywords

financial crisis, United States dollar, international currency

## Wprowadzenie

Od roku 1970 do 2007 r. wystąpiło blisko 394 kryzysów finansowych obejmujących gospodarkę światową. Zalicza się do nich: 124 kryzysy bankowe, 207 kryzysów walutowych i 63 kryzysy zadłużenia<sup>2</sup>. Globalny kryzys, który wybuchł w Stanach Zjednoczonych w 2008 r., uważany jest za jeden z największych od czasów Wielkiej Depresji. Mówiąc o jego przyczynach, najczęściej padają argumenty na temat rozluźnienia przepisów dotyczących udzielania kredytów hipotecznych czy nieuzasadnione przyzwolenie dla rozwoju nowych instrumentów finansowych<sup>3</sup>. Kluczowa w analizie podłoża tego

---

<sup>1</sup> Alicja Sielska jest adiunktem w Zakładzie Międzynarodowych Stosunków Ekonomicznych w Instytucie Nauk Ekonomicznych na Wydziale Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego, e-mail: alicja.sielska@uwr.edu.pl.

<sup>2</sup> J. Kundera, *The crisis in the euro area*, Instytut Wydawniczy EuroPrawo, Warszawa 2007, s. 22.

<sup>3</sup> M. Adamczyk, *Współczesny kryzys finansowy – przyczyny i konsekwencje dla gospodarki światowej*, „Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego” 2012, nr 13, s. 27.

kryzysu jest z pewnością nieodległa historia Stanów Zjednoczonych i nawiązanie do zmian w systemie monetarnym, które zaszły na przestrzeni ostatnich 100 lat. W związku z tym rozważania zawarte w niniejszym rozdziale rozpoczynają się od przedstawienia tła historycznego pozwalającego na lepsze zrozumienie w następstwie opisanych źródeł kryzysu z 2008 r., co stanowi wstęp do podjętego problemu badawczego, jakim jest analiza współczesnej i przyszłej roli dolara.

## 5.1. Przegląd historii monetarnej Stanów Zjednoczonych na przestrzeni ostatnich 100 lat

Działania podjęte w przeszłości przez amerykańskich polityków są nieodłączoną częścią i pośrednią przyczyną kryzysu z 2008 r. Oczywiście w tym miejscu, ze względu na podjęty temat, krótko przedstawiono jedynie najważniejsze wydarzenia ostatniego stulecia mające miejsce w następujących latach: 1913, 1933, 1944 i 1971<sup>4</sup>.

Murray N. Rothbard, uczeń Ludwiga von Misesa i jeden z najwybitniejszych przedstawicieli Szkoły Austriackiej w ekonomii, zwraca uwagę, iż dzieje pieniądza w XX w. naznaczone były stałą tendencją do łagodzenia ograniczeń, jakie krępowały państwo do zwiększania podaży pieniądza<sup>5</sup>. Do roku 1913 r. poszczególne banki mogły emitować banknoty tylko opierając się na własnych aktywach. Jednak w odpowiedzi na panikę bankową, która wybuchła w 1907 r., na mocy ustawy z 23 grudnia 1913 r. powołano bank centralny USA (System Rezerwy Federalnej – Fed), którego głównym zadaniem była kontrola ilości pieniądza. Początkowo utrzymywano, że „każdy Banknot Rezerwy Federalnej miał czterdziestoprocentowe pokrycie w złocie i stuprocentowe w papierach wartościowych (pożyczkach innych banków) – istniał zatem limit ilości pieniądza, jakie mógł wyemitować Fed”<sup>6</sup>. Z czasem jednak nowy system pozwalał na zwiększanie ilości pieniądza ponad rezerwy złota, co powodowało spadek wartości dolara<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> W. Kwaśnicki, *Za kryzys finansowy odpowiadają państwo i politycy*, <http://mises.pl/blog/2008/11/25/witold-kwasnicki-za-kryzys-finansowy-odpowiadaja-politycy-i-panstwo/> [dostęp 1.07.2017].

<sup>5</sup> M.N. Rothbard, *O nową wolność. Manifest libertariański*, Oficyna Wydawnicza Volumen, Warszawa 2007, s. 235.

<sup>6</sup> P.D. Schiff, *Wielka depresja 2.0. Bankructwo Ameryki nadchodzi*, Fijor Publishing, Warszawa 2015, s. 46.

<sup>7</sup> W latach 20. XX w. stopa rezerw obowiązkowych dla depozytów na żądanie była ustalona na poziomie 13% w Nowym Jorku i Chicago, banki w miastach utrzymywały 10% rezerwę, a banki prowincjonalne 7%. Jeżeli zaś chodzi o depozyty terminowe, to wszystkie rodzaje banków były zobowiązane do utrzymywania 3% rezerwy obowiązkowej. Sytuacja ta doprowadziła do wzrostu całkowitej podaży pieniądza, która w 1921 r. wynosiła 37 mld dolarów, a osiem lat później, w 1929 r. 55 mld dolarów, co oznacza wzrost podaży pieniądza o około 48%. Więcej na ten temat zob.: M.N. Rothbard, *Wielki Kryzys w Ameryce*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2010, s. 77 oraz J.H. de Soto, *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009, s. 366.

Wielki Kryzys z lat 1929–1933 był czasem dewaluacji i odchodzenia od standardu złota. W 1933 r. w USA za rządów F.D. Roosevelta zakazano gromadzenia złota przez społeczeństwo, a rok później – 21 stycznia 1934 r. dolar został zdewaluowany o 40,94%. Kolejne radykalne kroki zostały podjęte po drugiej wojnie światowej na konferencji w Bretton Woods, w stanie New Hampshire, gdzie od 1 do 22 czerwca 1944 r. delegaci z 44 krajów wypracowali podstawy międzynarodowego systemu walutowego. Utworzono wówczas Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy. Padły wówczas ustalenia dotyczące stałych kursów walutowych (mogły się one wahać w granicach  $\pm 0,5\%$ ), dodatkowo dolar miał być nadal wymieniony na złoto (cena 1 uncji złota = 35 dolarów), a banki centralne pozostałych państw zostały zobligowane do utrzymywania rezerw w dolarach<sup>8</sup>. W ten sposób waluta amerykańska stała się walutą światową, a Fed mógł swobodnie dodrukowywać pieniądze<sup>9</sup>.

Od 1968 r. rząd amerykański miał coraz większe problemy z utrzymaniem parytetu złota w granicach uchwalonych na konferencji w Bretton Woods. Dodatkowo, w związku z wysokimi kosztami wojny wietnamskiej, na początku lat 70. XX w. pojawił się deficyt budżetowy USA. Złoto wypływało ze Stanów Zjednoczonych, dodrukowywano coraz więcej dolarów, co spowodowało, iż wiele państw rozważało wymianę dolarów na kruszec. Nic więc dziwnego, że 15 sierpnia 1971 r. ówczesny prezydent USA Richard M. Nixon zrezygnował z ustaleń zawartych w 1944 r. Od tego momentu zaprzestano utrzymywania jakiegokolwiek pokrycia dolara w złocie i tym samym zezwolono na dodruk pieniędzy bez żadnych ograniczeń<sup>10</sup>, otwierając tym samym drogę do rozwoju nowych instrumentów finansowych, które były jedną z przyczyn międzynarodowego kryzysu z roku 2008.

## 5.2. Kryzys finansowy z 2008 r. – przyczyny

Najogólniej kryzysy finansowe definiuje się, jako „epizody gwałtownych zmian na rynku finansowym wiążące się z niedoborem płynności i/lub niewypłacalnością

---

<sup>8</sup> L. von Mises w swojej książce *Ludzkie działanie* wyjaśnia przyczynę wyrażenia zgody innych państw na dominację USA: „Konferencja w Bretton Woods odbywała się w bardzo specyficznych okolicznościach. Większość uczestniczących w niej państw była wtedy całkowicie zdana na łaskę Stanów Zjednoczonych. Gdyby Amerykanie zaniechali walki o ich wolność i przestali udzielać im pomocy materialnej na zasadach *lend-lease*, doprowadziłoby to do ich upadku. Jednocześnie rząd Stanów Zjednoczonych traktował to porozumienie jako zakamuflowany plan kontynuacji pomocy *lend-lease* udzielonej po zakończeniu działań wojennych. Stany Zjednoczone chciały dawać, a pozostali uczestnicy konferencji – zwłaszcza kraje europejskie, których większość była pod okupacją niemiecką, oraz kraje azjatyckie – byli gotowi brać wszystko, co im się zaoferuje” (L. von Mises, *Ludzkie działanie*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2007, s. 406).

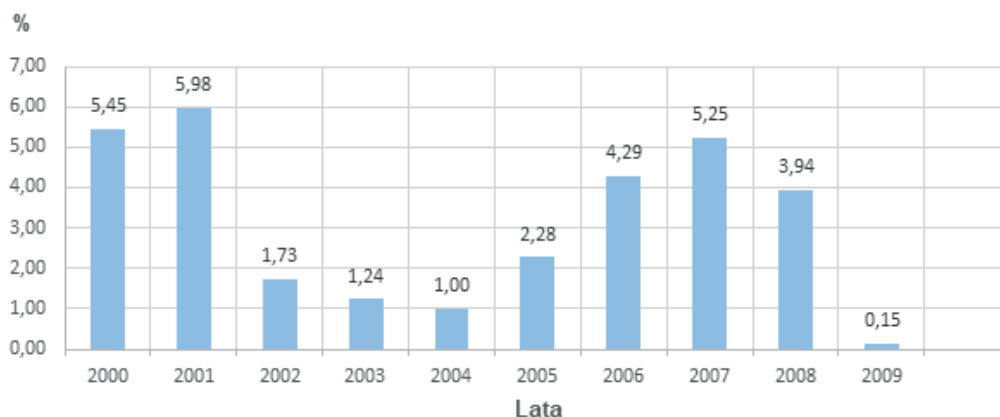
<sup>9</sup> J.G. Hülsmann, *The ethics of money production*, Ludwig von Mises Institute, Alabama 2008, s. 216–219.

<sup>10</sup> W. Kwaśnicki, *op. cit.*

uczestników rynku oraz interwencjami władz publicznych mających na celu zapobieżenie tej sytuacji<sup>11</sup>. Wielu ekonomistów zwraca jednak uwagę, że ich przyczyny są zazwyczaj kompleksowe i wynikają z nakładania się na siebie wielu czynników<sup>12</sup>. Tak też jest w przypadku kryzysu z 2008 r. Tutaj przede wszystkim winą obarcza się bank centralny, który początkowo zaniżył stopy procentowe, doprowadzając do błędnych inwestycji i podejmowania nadmiernego ryzyka przez obywateli i inwestorów, po deregulacji systemu finansowego i narzucenie nowych przepisów<sup>13</sup>.

Po pęknięciu bańki internetowej (*dot-com boom*) w 2000 r. i po ataku na World Trade Center ówczesny prezes Fedu Alan Greenspan, w celu ożywienia gospodarki, zdecydował się na obniżenie stóp procentowych z 5,45% w styczniu 2000 r. do rekordowo niskiego poziomu – 1,24% w 2003 r. (wyk. 1).

**Wykres 1. Stopa procentowa funduszy federalnych w USA w latach 2000–2010**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Board of Governors of the Federal Reserve System US – Rada Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej w USA, <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS> [dostęp 21.07.2018].

Historycznie niskie stopy procentowe prowadziły w szczególności do wzrostu ilości udzielanych kredytów hipotecznych. W tym czasie bowiem rząd amerykański prowadził politykę zachęcającą obywateli do kupna nieruchomości. Dodatkowo proponowane były kredyty hipoteczne oparte na zasadzie zmiennej stopy procentowej. Takie rozwiązanie korzystne było początkowo dla kredytobiorców przez dwa–trzy lata<sup>14</sup>, lecz następnie oprocentowanie kredytów rosło nawet wtedy, gdy stopa rezerw federalnych

<sup>11</sup> M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel, M. Soledad Martinez-Piera, *Is Crisis Problem Growing More Severe?*, „Economic Policy, A European Forum” 2001, no. 32, s. 55 za: M. Adamczyk, *op. cit.*, s. 15.

<sup>12</sup> Zob. m.in.: J. Kundera, *op. cit.*, s. 22.

<sup>13</sup> J. Jabłecki, M. Machaj, *The Regulation od Meltdown of 2008*, „Critical Review” 2009, vol. 21, nr 2–3, s. 301.

<sup>14</sup> Należy pamiętać, że wówczas w Stanach Zjednoczonych mieliśmy do czynienia z niską inflacją, która w latach 2001–2004 kształtowała się w granicach 2–3%.

utrzymywała się na niskim poziomie<sup>15</sup>. Popyt na mieszkania zwiększał się (udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu w stosunku do całkowitej ilości udzielonych kredytów wzrósł w latach 2004–2005 do 35%<sup>16</sup>), tym samym cena nieruchomości rosła. Fed ponadto podniósł stopę funduszy federalnych do 2,25% pod koniec 2004 r., w roku 2005 – do 4,25%, a w latach 2006–2007 – do poziomu 4,5–5,25% (wyk. 1). Coraz droższe kredyty przyczyniły się do niewypłacalności kredytobiorców, zaś przejmowanie i sprzedawanie przez banki nieruchomości powodowało spadek ich cen, gdzie zysk ze sprzedaży nie pokrywał poniesionych strat. Ostatecznie działania te doprowadziły do pęknięcia bańki nieruchomości w roku 2007. Gdyby problem jedynie tkwił w tym, że ludzi nie było stać na spłacenie wcześniej zaciągniętych zobowiązań, sytuacja ta z pewnością nie doprowadziłaby do takiego rozmiaru, jakim był wybuch globalnego kryzysu finansowego. W związku z tym bezpośrednią przyczyną kryzysu nie jest „ludzka chciwość” czy błędne inwestycje, ale zachęcenie obywateli do zakupu mieszkań oraz przepisy rządowe opisane poniżej.

W pierwszej kolejności należy wspomnieć o przepisach bankowych odnoszących się do kapitału. Zgodnie z nimi każdy bank zobowiązany był do zabezpieczania swojego depozytu w postaci minimum kapitałowego na podstawie tzw. regulacji bazylejskich<sup>17</sup>, które miały go chronić przed ewentualną niewypłacalnością. Zgodnie z nimi uregulowano określone wielkości dla tzw. współczynnika kapitałowego, czyli określono stosunek kapitału do „aktywów ważonych ryzykiem”. Tutaj np. obligacje posiadały zerową wagę ryzyka, a kredyty hipoteczne 100%, biorąc pod uwagę duże prawdopodobieństwo ich nieściągnięcia. Z tego względu wydawać by się mogło, że regulacje bazylejskie powinny ograniczać liczbę udzielanych kredytów hipotecznych. Banki jednak miały możliwość zamiany aktywów o dużej wadze ryzyka na aktywa o mniejszej wadze, np. mogły zamieniać kredyty hipoteczne na obligacje. Tym samym w równaniu współczynnika kapitałowego licznik pozostał bez zmian, a mianownik na skutek zamienionych aktywów malał, co oznaczało, że współczynnik kapitałowy wzrastał i dawał wrażenie o większym zabezpieczeniu aktywów bankowych i nowych możliwościach kredytowych. W ten sposób banki mogły przeprowadzać sekurytyzację aktywów dużego ryzyka i przetrzucać je na inne instytucje. Wówczas dostawały one w zamian papiery wartościowe posiadające

<sup>15</sup> B. Mucha-Leszko, M. Kąkol, *Polityka Systemu Rezerwy federalnej USA i jej skutki w latach 1995-2008*, [w:] J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), *Współczesny kryzys gospodarczy. Przyczyny – przebieg – skutki*, Warszawa 2009, s. 14.

<sup>16</sup> D. Baker, *The housing bubble and the financial crisis*, „Real-World Economic Review” 2002, nr 46, s. 76.

<sup>17</sup> W 1974 r. przy Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei utworzono przez prezesów banków centralnych państw należących do G-10 Bazylejski Komitet Nadzoru Finansowego. Zadaniem tego Komitetu było opracowanie praktyk w zakresie zabezpieczenia zarządzania ryzykiem finansowym w sektorze bankowym oraz określenie minimum kapitałowego utrzymywanego przez banki.

wysokie oceny od agencji ratingowych z niską stopą ryzyka, które były chętnie kupowane na całym świecie (wobec tego papier wartościowy z oceną AAA stawał się praktycznie tak samo bezpieczny jak obligacja). Możliwość ta pozwoliła bankom na udzielanie kolejnych kredytów hipotecznych, tak jakby nie przekraczały one minimalnego zabezpieczenia kredytowego<sup>18</sup>. W sytuacji, o której już wspominaliśmy, gdy Fed zaczął podnosić stopę rezerw federalnych, co przyczyniło się do niewypłacalności większości amerykańskich obywateli, natychmiastowe straty odnotował cały system finansowy. Ostatecznie doszło do jego załamania i wystąpienia kryzysu, którego skutki można było obserwować przez ostatnie dziesięciolecie.

### 5.3. Dolar jako waluta międzynarodowa po kryzysie z 2008 r.

Po ostatnim kryzysie globalnym rozpoczęto dyskusję na temat ewolucji międzynarodowego systemu walutowego. Przez lata bowiem Stany Zjednoczone pełniły rolę imperium politycznego i gospodarczego. Swoją pozycję zyskały m.in. dzięki wojnie z Hiszpanią w XIX w., udziałowi w pierwszej wojnie światowej i ukształtowaniu przez W. Willsona nowego ładu w Europie oraz po przeforsowaniu dolara, jako waluty międzynarodowej w latach 40. XX w. na konferencji w Bretton Woods. Po drugiej wojnie światowej ich dominacja na arenie globalnej była uznawana za bezsporną<sup>19</sup>. Od czasu kryzysu z 2008 r. znaczenie USA poddawane jest licznym rozważaniom, gdzie pod uwagę bierze się przede wszystkim zagrożenie dla dominacji dolara. Czy waluta amerykańska nadal będzie wiodła prym na świecie? Na to pytanie badawcze poniżej udzielono odpowiedzi oraz wyłoniono możliwe scenariusze. Zaproponowane rozwiązania poprzedzone zostały analizą dolara jako międzynarodowej jednostki rozliczeniowej w ostatnich latach.

Za pieniądź międzynarodowy uznawana jest waluta, która wykorzystywana jest dobrowolnie przez osoby indywidualne oraz przedsiębiorstwa niebędące rezydentami kraju emisji, poza granicami tego kraju lub obszaru geograficznego<sup>20</sup>. Jej rolę określają zarówno czynniki krótko-, jak i długookresowe. Te pierwsze to np. kursy walutowe oraz stopy procentowe, które wpływają na aktualną sytuację na międzynarodowych rynkach kapitałowo-finansowych. Z kolei czynniki długoterminowe determinują rangę waluty międzynarodowej. Zalicza się do nich m.in. stabilność i wielkość gospodarki, politykę

<sup>18</sup> Więcej na ten temat: J. Jabłecki, M. Machaj, *op. cit.* oraz M. Machaj, *Anatomia Kryzysu 1.0*, <http://kryzys.mises.pl/2008/09/30/anatomia-kryzysu-1-0/> [dostęp 20.07.2017].

<sup>19</sup> T. Gruszecki, *Kryzys amerykański a przeszłość dolara jako waluty światowej*, Instytut Ekonomii KUL Jana Pawła II, [http://www.pte.pl/pliki/2/1/Kryzys\\_USA\\_KUL\\_25maj.pdf](http://www.pte.pl/pliki/2/1/Kryzys_USA_KUL_25maj.pdf) [dostęp 7.08.2017], s. 3.

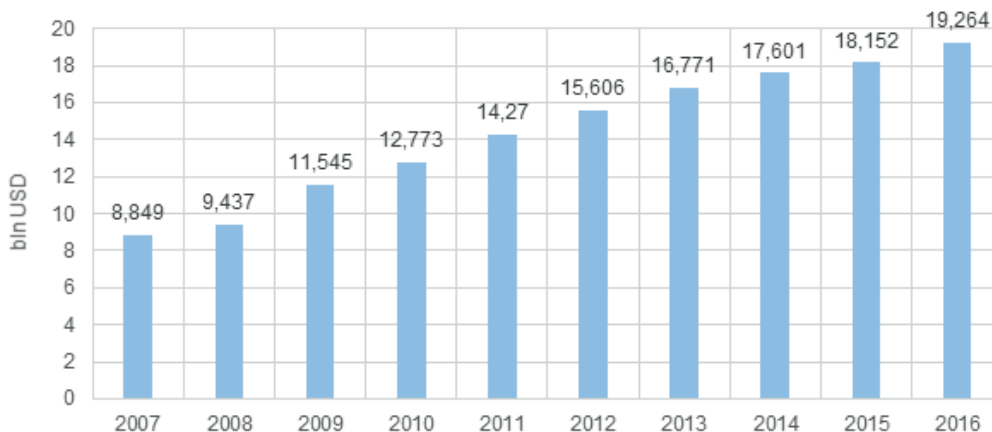
<sup>20</sup> M. Markiewicz, *Internacjonalizacja juana chińskiego w kontekście kryzysu finansowego*, „Acta Universitatis Lodzianensis” 273, Łódź 2012, s. 214.

makroekonomiczną (zwłaszcza pieniężną) oraz stabilność waluty, która powinna być w pełni wymienna<sup>21</sup>. Dodatkowo kraj, który dysponuje walutą światową, powinien charakteryzować się dużym udziałem w światowym PKB (produkt krajowy brutto) oraz posiadać rozwinięte powiązania handlowe. Pozycja pieniądza globalnego kształtowana jest na dwóch głównych płaszczyznach. Pierwsza z nich dotyczy sfery oficjalnej, gdzie pod uwagę bierze się m.in. rangę tego pieniądza w globalnym koszyku walut rezerwowych, strukturę długu kraju i rodzaj jego wierzycieli. Z drugiej zaś strony analizuje się jego zastosowanie w sferze prywatnej, czyli w handlu międzynarodowym i operacjach na rynku finansowym.

### 5.3.1. Dolar w sferze oficjalnej

Stany Zjednoczone bez wątpienia są potęgą gospodarczą. W roku 2016 r. PKB USA wyniósł 18 569 100 mln USD<sup>22</sup>. W III kwartale roku 2016 r. gospodarka amerykańska rosła w tempie 3,5%, a w IV – 2,1%<sup>23</sup>. Dane te jednak nie są pocieszające, gdy pod uwagę bierze się zadłużenie tego kraju. Od roku bowiem 2007 do 2016 dług publiczny USA wzrósł o 217% (z 8 849 665 mln USD do 19 264 056 mln USD) – wyk. 2. W 2016 r. wyniósł on 104% PKB, co stawia światowe mocarstwo w takich samych okolicznościach, jak chociażby Hiszpanię, Belgię czy Holandię.

Wykres 2. Dług publiczny USA w latach 2007–2016 (bln USD) – dane za I kwartał



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych The Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN#0> [dostęp:18.07.2017].

<sup>21</sup> B. Mucha-Leszko, *Strefa euro. Wprowadzanie, funkcjonowanie, międzynarodowa rola euro*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007, s. 279.

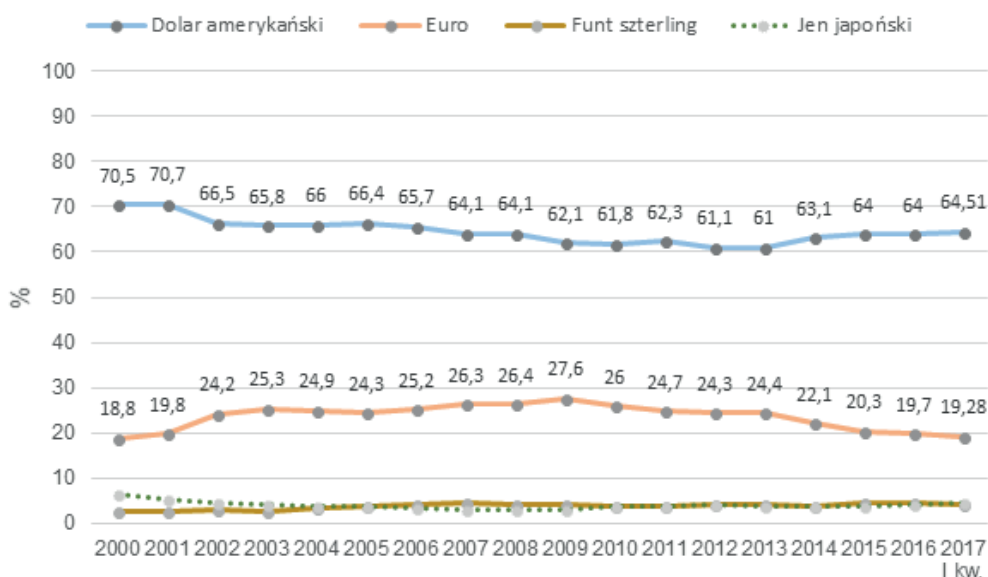
<sup>22</sup> World Bank, *Gross domestic product 2016*, <http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf> [dostęp 14.08.2017].

<sup>23</sup> Bureau of the Fiscal Service, *Treasury bulletin*, czerwiec 2017, s. 3.

Obsługa amerykańskiego długu szacowana jest na około 40% wydatków przeznaczonych na obronność tego kraju, a naliczane od niego odsetki w 2016 r. wyniosły około 432 mld USD<sup>24</sup>.

Wydawać by się mogło, że agresywna polityka fiskalna USA oraz niezwykle duże zadłużenie tego kraju powinno spowodować erozję dolara na rynkach międzynarodowych. Tymczasem od lat dominuje on w globalnym koszyku walut rezerwowych. Co więcej, udział dolara nie zmienił się za wiele w ciągu kilku lat przed rokiem 2007<sup>25</sup> i pozostaje na podobnym poziomie od czasu kryzysu do dziś (dla przykładu: w 2007 r. udział dolara w koszyku walut rezerwowych wynosił odpowiednio 64,1%, a w I kwartale 2017 r. – 64,51%; wyk. 3).

**Wykres 3. Globalny koszyk walut rezerwowych – cztery<sup>26</sup> najważniejsze waluty, I kwartał 2017 r.**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych International Monetary Fund, <http://data.imf.org/regular.aspx?key=41175> [dostęp: 17.07.2017].

Dodatkowo, inne państwa nieustannie zainteresowane są amerykańskimi aktywami finansowymi. W roku 2000 posiadały one majątek wart blisko 1 bln USD, a obecnie ponad 6 razy więcej – 6079 mld USD. Oznacza to tym samym, że ani kryzys, ani

<sup>24</sup> Treasury Direct, *Interest Expense on the Debt Outstanding*, [https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/ir/ir\\_expense.htm](https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/ir/ir_expense.htm) [dostęp 14.08.2017].

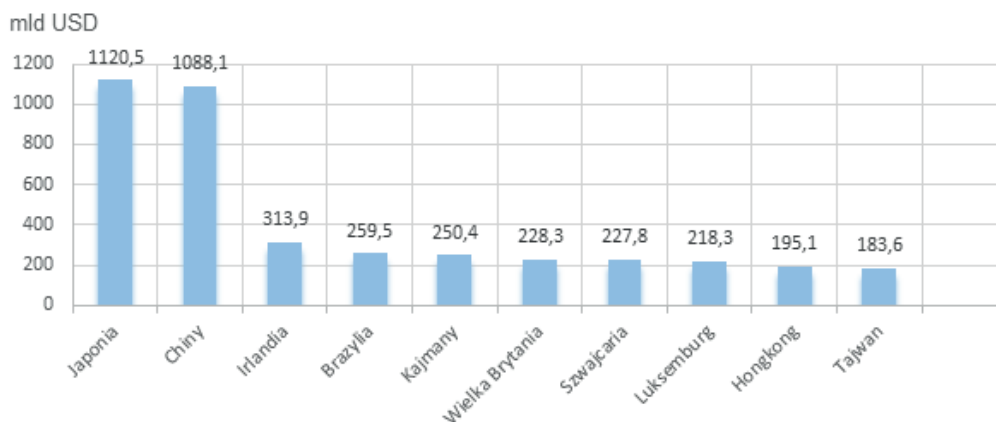
<sup>25</sup> E. Prasad, *The Dollar Reigns Supreme, by Default*, „Finance & Development” 2014, vol. 51, nr 1.

<sup>26</sup> Oprócz nich do globalnego koszyka walut rezerwowych zalicza od 2016 r. chińskiego juana, a od 2012 r. dolara kanadyjskiego, dolara australijskiego, franka szwajcarskiego oraz inne waluty. W I kwartale 2017 r. ich udział, zachowując wymienioną kolejność, wynosił odpowiednio: 1%, 1,93%, 1,84%, 0,3% oraz 2,43%.



rosnące zadłużenie USA nie zniechęciło pozostałych krajów do zaopatrywania się w dolary. W marcu 2017 r. do głównych wierzycieli Stanów Zjednoczonych zaliczono Japonię i Chiny, a dalej kolejno Irlandię, Brazylię, Kajmany, Wielką Brytanię, Szwajcarię, Luksemburg, Hongkong, Tajwan (wyk. 4) oraz 26 innych państw.

**Wykres 4. Najwięksi zagraniczni wierzyciele USA (marzec 2017) – pierwsza dziesiątka**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych The Federal Reserve Bank of St. Louis, <http://ticdata.treasury.gov/Publish/mfh.txt> [dostęp 29.08.2017].

### 5.3.2. Dolar w sferze prywatnej

Oprócz rozrachunków oficjalnych, waluta świata odgrywa także kluczową rolę w handlu międzynarodowym oraz wykorzystywana jest w operacjach na rynku finansowym. Potwierdzeniem tej tezy jest to, że dolar wiezie prym we wszystkich globalnych transakcjach na rynkach walutowych. Jego udział w tej kwestii nie zmienia się od lat. W 2016 r. 87,6% działań dotyczących obrotów międzynarodowych i rynków finansowych rozliczanych było w dolarach (tab. 1).

**Tabela 1. Obrót na zagranicznych rynkach walutowych (%)**

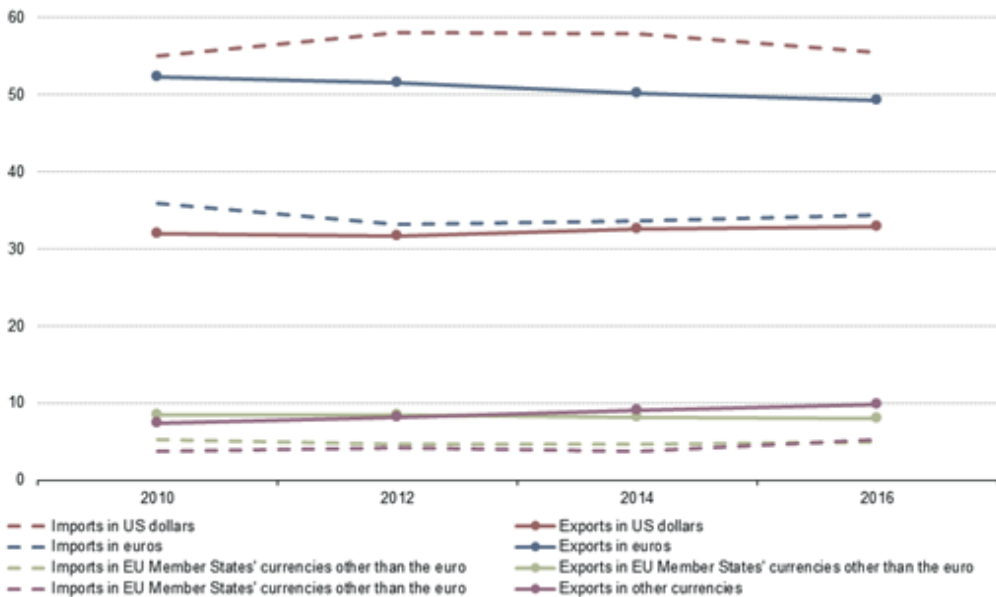
	1995	2001	2004	2007	2010	2013	2016
<b>Dolar</b>	83,3	90,3	88,7	86,3	84,9	87,0	87,6
<b>Euro</b>	53,7	37,6	36,9	37,0	39,1	33,4	31,3
<b>Jen</b>	24,1	22,7	20,2	16,5	19,10	23,0	21,6
<b>Waluty rynków wschodzących</b>	8,5	16,9	15,4	19,8	–	18,8	21,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych U.S. Department of the Treasury, <https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Pages/index.aspx> [dostęp 14.07.2017].

Należy zauważyć, że zaraz po roku 2007 spadło znaczenie dolara na rzecz wspólnej waluty europejskiej oraz jena. Po wybuchu kryzysu w 2010 r. na kontynencie europejskim dolar ponownie jednak zyskał, a jego udział na zagranicznych rynkach walutowych stale rośnie przy jednoczesnym spadku rozliczeń dokonywanych w euro (tab. 1).

Innym natomiast czynnikiem wpływającym na rolę dolara w transakcjach wymiany walutowej jest jego powszechne wykorzystanie w fakturowaniu handlu międzynarodowego. Pozycja waluty światowej w fakturowaniu zależy m.in. od wpływu danej gospodarki na otoczenie zewnętrzne, od wzajemnych relacji ekonomicznych – płace i popyt na rynkach zagranicznych czy udziale w rynku kraju eksportującego<sup>27</sup>. Dolar także i tutaj wypada dobrze na tle innych walut. Dla przykładu, w 2016 r. był on główną walutą w fakturowaniu pozaeuropejskiego importu z około 56% udziałem. Jeżeli zaś chodzi o fakturowanie eksportu, to ustępował on minimalnie na rzecz euro, choć, jak widać na wyk. 5, różnica ta niwelowana jest na rzecz dolara od roku 2012, czyli dwa lata po wystąpieniu kryzysu w Europie.

**Wykres 5. Udział importu i eksportu poza granicami UE według waluty fakturowania, 2010–2016**



Źródło: Eurostat, *Extra-EU trade by invoicing currency*, [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Extra-EU\\_trade\\_by\\_invoicing\\_currency](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Extra-EU_trade_by_invoicing_currency) [dostęp 29.08.2017].

<sup>27</sup> B. Mucha-Leszko, M. Kąkol, *Perspektywy euro jako waluty międzynarodowej*, [w:] U. Zagóra-Jonszta, K. Nagel, *Współczesne systemy ekonomiczne. Wybrane zagadnienia teoretyczne a praktyka gospodarcza*, „Studia Ekonomiczne” Nr 129/13, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013, s. 292.

Dodatkowo dolar odgrywa znaczącą rolę na międzynarodowym rynku kapitałowym. Biorąc pod uwagę pożyczki (obliczane według kursów bieżących), to ich największa liczba udzielana jest każdego roku w walucie amerykańskiej. W ujęciu procentowym, w IV kwartale roku 2016 aż 59,1% pożyczek przyznano w dolarach, 21,3% – w euro, 3,6% – w jenach i 16% – w innych walutach. Na podstawie tabeli 2 można zaobserwować, że przez ostatnią dekadę wzrasta rola dolara przy kontynuowanym (przez ostatnie lata) spadku kredytów w euro.

**Tabela 2. Dolar w porównaniu z innymi walutami w denominacji międzynarodowych pożyczek w latach 2006–2016 (w %, wg kursów bieżących)**

	Dolar	Euro	Jen	Inne
2006	56,8	22,2	4,0	17,0
2007	54,8	23,2	4,0	17,7
2008	55,2	25,2	3,8	15,8
2009	56,2	23,7	2,9	17,2
2010	56,3	24,2	2,9	16,7
2011	55,2	24,6	3,4	16,7
2012	54,6	24,8	3,5	17,1
2013	55,4	22,2	4,6	17,7
2014	56,1	22,9	4,2	16,8
2015	58,5	21,5	3,5	16,5
IV kw. 2016	59,1	21,3	3,6	16,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych European Central Bank, *The international role of the euro*, lipiec 2017, s. 61.

Za przyczynę takiego stanu rzeczy uznaje się proces obniżania wskaźników ogólnego zadłużenia banków strefy euro, włączając w to w szczególności wysiłki dotyczące zmniejszenia liczby kredytów zagranicznych denominowanych w euro oraz restrykcyjne rekomendacje zawarte w dokumencie *European Systemic Risk Board* dotyczące zagranicznych pożyczek walutowych<sup>28</sup>.

Zbliżony udział, jak w denominacji międzynarodowych pożyczek, dolar ma na międzynarodowym rynku depozytów. W IV kwartale 2016 r. jego udział wyniósł 56,6%, zaś euro – 23,4%, jena – 3,4%, a pozostałych walut – 16,6%. Podobnie jak poprzednio, również i w tej kwestii można zaobserwować spadek znaczenia euro na rzecz dolara (tab. 3).

<sup>28</sup> European Central Bank, *The international role of the euro*, lipiec 2017, s. 24.

**Tabela 3. Dolar w porównaniu z innymi walutami w denominacji międzynarodowych depozytów w latach 2006–2016 (w %, wg kursów bieżących)**

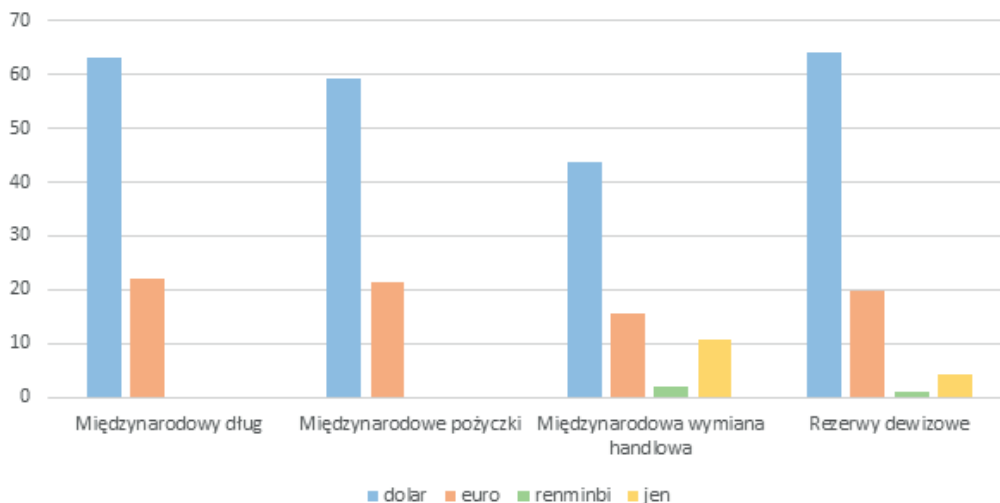
	<b>Dolar</b>	<b>Euro</b>	<b>Jen</b>	<b>Inne</b>
<b>2006</b>	53,9	27,1	3,0	16,0
<b>2007</b>	54,3	27,0	2,7	16,0
<b>2008</b>	55,7	27,1	3,1	14,1
<b>2009</b>	53,7	28,1	2,5	15,7
<b>2010</b>	55,9	27,4	2,4	14,2
<b>2011</b>	55,3	27,5	2,8	14,5
<b>2012</b>	54,2	27,3	2,5	16,0
<b>2013</b>	53,2	27,9	2,9	16,0
<b>2014</b>	53,7	26,6	3,3	16,5
<b>2015</b>	54,9	24,0	3,1	18,0
<b>IV kw. 2016</b>	56,6	23,4	3,4	16,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych European Central Bank, *The international role of the euro*, lipiec 2017, s. 63.

#### **5.4. Przyszłość amerykańskiej waluty – podsumowanie**

Dolar, pomimo swojej historii związanej z ustawicznym psuciem tej waluty, po czasy jednego z największych kryzysów globalnych z 2008 r., nadal jest dominującym pieniądzem światowym. O jego sile świadczą m.in. przedstawione w niniejszym rozdziale dane dotyczące wykorzystania waluty amerykańskiej w międzynarodowej sferze zarówno oficjalnej, jak i prywatnej. Dolar do dziś wiezie prym w globalnym systemie monetarnym. Jest głównym pieniądzem rezerwowym, ma największy udział zarówno w międzynarodowym długu i pożyczkach, jak i w wymianie handlowej (wyk. 6).

### Wykres 6. Dolar najważniejszą walutą w międzynarodowym systemie monetarnym, koniec 2016 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie European Central Bank, *The international role of the euro*, lipiec 2017, s. 4.

Po roku 2008 mówi się jednak o spadku zaufania do Stanów Zjednoczonych. Choć trudno znaleźć potwierdzenie dla tego stanowiska w oficjalnych danych statystycznych, to od kilku lat zwraca się w szczególności uwagę na dług USA i luźną politykę fiskalną, podważając tym samym utrzymanie roli dolara jako waluty międzynarodowej. W zamian padają najróżniejsze postulaty. Jednym z nich jest utworzenie nowego globalnego pieniądza, który miałaby się składać z koszyka pięciu aktualnie najważniejszych walut światowych (euro, jen, juan, funt brytyjski oraz dolar amerykański), a pieczę nad nim sprawowałby Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Oznacza to tym samym, że współczesne specjalne prawa ciągnięcia (SDR'y)<sup>29</sup> przyjęłyby formę papierową i zastąpiłyby pieniądze krajowe. Scenariusz taki jest z pewnością możliwy, ale wymaga pełnej współpracy najważniejszych gospodarek i długiej perspektywy czasowej (ze względu m.in. na: konieczność rozpowszechnienia SDR'ów w transakcjach handlowych i finansowych, potrzebę stworzenia aktywów finansowych denominowanych w SDR'ach czy obligatoryjność skonstruowania takiego koszyka walut, który będzie bardziej neutralny wobec globalnych kryzysów)<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> Specjalne prawa ciągnięcia (SDR'y – *Special Drawing Rights*) to pieniądz bezgotówkowy utworzony przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w 1967 r. Aktualnie składa się on z koszyka pięciu walut (euro, jen, juan, funt brytyjski i dolar amerykański) i służy m.in. do regulowania zobowiązań poszczególnych krajów z tytułu bieżących obrotów bilansu płatniczego. Więcej na ten temat czytaj: International Monetary Fund, *Enhancing International Monetary Stability – A role for the SDR?*, 2011.

<sup>30</sup> Więcej na ten temat: R. Carbaugh, D. Hedrick, *Will the Dollar be Dethroned as the Main Reserve Currency?*, „Global Economy Journal” 2009, vol. 9, nr 3.

Kolejnym rozwiązaniem jest zastąpienie dolara, jako waluty światowej, przez inny pieniądz. Pod uwagę bierze się przede wszystkim wspólną walutę europejską, jena czy chińskie renminbi. Ze względu jednak na sytuację w UE i malejący od roku 2010 udział euro we wszystkich najważniejszych statystykach dotyczących międzynarodowego systemu monetarnego, opcja ta jest raczej mało prawdopodobna. Z kolei, m.in. Europejski Bank Centralny zwraca uwagę na fakt, że renminbi odnotowuje wzrost wśród globalnych transakcji na rynkach walutowych. Od 2016 r. pieniądz ten zaliczany jest do globalnego koszyka walut rezerwowych, a dzienne obroty w tej walucie powiększyły się niemal dwukrotnie na przestrzeni dwóch lat. W roku 2016 wynosiły 4%, a w 2013 r. – 2,2%<sup>31</sup>. Oczywiście, póki co nie można twierdzić, że chińska waluta stanowi duże zagrożenie dla potęgi amerykańskiej, tym bardziej gdy pod uwagę weźmie się ograniczony rozwój chińskiego rynku finansowego oraz zbiurokratyzowaną strukturę instytucji politycznych i prawnych w tym kraju.

Trzecią i najbardziej prawdopodobną koncepcją jest jednoczesne funkcjonowanie w obrocie międzynarodowym kilku konkurencyjnych walut narodowych. Rozwój technologii oraz rynku finansowego, który ułatwia przeprowadzenie transgranicznych transakcji finansowych przy użyciu innych walut, zmniejsza potrzebę wykorzystania dolara. Ponadto współpracujące ze sobą państwa coraz częściej rozliczają transakcje handlowe we własnych walutach i nie ma żadnych przeciwwskazań, aby robiły tak coraz częściej. Dodatkowo nie jest powiedziane, że także kontrakty na niektóre towary (np. olej) powinny być denominowane i rozliczane w dolarach. Z drugiej strony Stany Zjednoczone nadal cieszą się dużym zainteresowaniem większości krajów na świecie. Ponadto wszyscy (w tym nie tylko osoby prywatne, ale również banki centralne innych państw), którzy ulokowali swoje środki zakupując amerykańskie papiery rządowe i inne aktywa w dolarach, mają silną motywację do utrzymania jego wartości i roli w międzynarodowej gospodarce<sup>32</sup>.

Podsumowując, można stwierdzić, że ucieczka od dolara jest możliwa, ale wymaga znacznych reform finansowych i instytucjonalnych. W związku z tym, przy braku szybkich rozwiązań alternatywnych polegających na zdetronizowaniu dolara, wydaje się, że pieniądz amerykański przez długi czas pozostanie wiodącą walutą na świecie.

---

<sup>31</sup> Bank for International Settlements, *Triennial Bank Survey. Foreign Exchange Turnover in April 2016*, 2016, s. 5.

<sup>32</sup> E. Prasad, *op. cit.*

## Bibliografia

### Literatura

- Adamczyk M., *Współczesny kryzys finansowy – przyczyny i konsekwencje dla gospodarki światowej*, „Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego” 2012.
- Baker D., *The housing bubble and the financial crisis*, „Real-World Economic Review” 2002, Nr 46, s. 73–81.
- Bank for International Settlements, *Triennial Bank Survey. Foreign Exchange Turnover in April 2016*, 2016.
- Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D., Martinez-Piera M.S., *Is Crisis Problem Growing More Severe?*, „Economic Policy, A European Forum” 2001, nr 32.
- Bureau of the Fiscal Service, *Treasury bulletin*, czerwiec 2017.
- Carbaugh R., Hedrick D., *Will the Dollar be Dethroned as the Main Reserve Currency?*, „Global Economy Journal” 2009, vol. 9, nr 3.
- European Central Bank, *The international role of the euro*, lipiec 2017.
- Hülsmann J.G., *The ethics of money production*, Ludwig von Mises Institute, Alabama 2008.
- Jabłocki J., Machaj M., *The Regulation od Meltdown of 2008*, „Critical Review” 2009, vol. 21, nr 2–3, s. 301–328.
- International Monetary Found, *Enhancing International Monetary Stability – A role for the SDR?*, 2011.
- Kundera J., *The crisis in the euro area*, Instytut Wydawniczy EuroPrawo, Warszawa 2007.
- Markiewicz M., *Internacjonalizacja juana chińskiego w kontekście kryzysu finansowego*, „Acta Universitatis Lodziensis” 273, Łódź 2012.
- Mucha-Leszko B., *Strefa euro. Wprowadzanie, funkcjonowanie, międzynarodowa rola euro*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007.
- Mucha-Leszko B., Kąkol M., *Polityka Systemu Rezerwy federalnej USA i jej skutki w latach 1995–2008*, [w:] J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), *Współczesny kryzys gospodarczy. Przyczyny – przebieg – skutki*, Warszawa 2009, s. 45–66.
- Mucha-Leszko B., Kąkol M., *Perspektywy euro jako waluty międzynarodowej*, [w:] U. Zagóra-Jonszta, K. Nagel, *Współczesne systemy ekonomiczne. Wybrane zagadnienia teoretyczne a praktyka gospodarcza*, „Studia Ekonomiczne” Nr 129/13, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013, s. 292.
- Mises L., *Ludzkie działanie*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2007.
- Prasad E., *The Dollar Reigns Supreme, by Default*, „Finance & Development” 2014, vol. 51, nr 1.

Rothbard M.N., *O nową wolność. Manifest libertariański*, Oficyna Wydawnicza Volumen, Warszawa 2007.

Rothbard M.N., *Wielki Kryzys w Ameryce*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2010.

Schiff P.D., *Wielka depresja 2.0. Bankructwo Ameryki nadchodzi*, Fijor Publishing, Warszawa 2015.

Soto de J. H., *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009.

## Internet

Board of Governors of the Federal Reserve System US – Rada Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej w USA, <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS> [dostęp 21.07.2017].

Eurostat, *Extra-EU trade by invoicing currency*, [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Extra-EU\\_trade\\_by\\_invoicing\\_currency](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Extra-EU_trade_by_invoicing_currency) [dostęp 29.08.2017].

The Federal Reserve Bank of St. Louis, <http://ticdata.treasury.gov/Publish/mfh.txt> [dostęp 29.08.2017].

The Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN#0> [dostęp 18.07.2017].

Gruszecki T., *Kryzys amerykański a przeszłość dolara jako waluty światowej*, Instytut Ekonomii KUL Jana Pawła II, [http://www.pte.pl/pliki/2/1/Kryzys\\_USA\\_KUL\\_25maj.pdf](http://www.pte.pl/pliki/2/1/Kryzys_USA_KUL_25maj.pdf) [dostęp 7.08.2017].

International Monetary Found, <http://data.imf.org/regular.aspx?key=41175> [dostęp 17.07.2017].

Kwaśnicki W., *Za kryzys finansowy odpowiadają państwo i politycy*, <http://mises.pl/blog/2008/11/25/witold-kwasnicki-za-kryzys-finansowy-odpowiadaja-politycy-i-panstwo/> [dostęp 1.07.2017].

Machaj M., *Anatomia Kryzysu 1.0*, <http://kryzys.mises.pl/2008/09/30/anatomia-kryzysu-1-0/> [dostęp 20.07.2017].

Treasury Direct, *Interest Expense on the Debt Outstanding*, [https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/ir/ir\\_expense.htm](https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/ir/ir_expense.htm) [dostęp 14.08.2017].

U.S. Department of the Treasury, <https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Pages/index.aspx> [dostęp 14.07.2018].

World Bank, *Gross domestic product 2016*, <http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf> [dostęp 14.08.2017].