

# Economic Analysis & Policy Group

Working Paper Series

WP No. 2

## Role of the U.S. Dollar in International Financial System

---

Postavenie dolára v medzinárodnom finančnom systéme (vybrané aspekty)

**Author:** Mária Vojtková

**Date:** 28.1.2011

**Language:** Slovak

---

***EAPG Working Paper Series***

*Department of Economic Policy  
Faculty of National Economy  
University of Economics in Bratislava*

*Published by:*

*o. z. SOLIM  
Bakošova 24  
841 03 Bratislava*

*Phone: +421 905 157 601  
Email: [eapg@ozsolim.sk](mailto:eapg@ozsolim.sk)  
Web: [www.ozsolim.sk/eapg](http://www.ozsolim.sk/eapg)*

---

**ISSN 1338-2632**

## **EAPG Working Paper Series**

WP No. 2

### **Role of the U.S. Dollar in International Financial System**

Postavenie dolára v medzinárodnom finančnom systéme (vybrané aspekty)

January 2011

*Ing. Mária Vojtková*

Department of Banking and International Finance  
Faculty of National Economy  
Dolnozemska cesta 1  
852 35 Bratislava

Email: [maria.vojtkova.nhf@euba.sk](mailto:maria.vojtkova.nhf@euba.sk)

Phone: +421 902 289 922

Peer-reviewed working paper

This Working Paper should not be reported as representing the views of the Department of Economic Policy or o.z. SOLIM.

The views expressed in this Working Paper are those of the author(s) and do not necessarily represent those of the Department of Economic Policy or o.z. SOLIM. Discussion Papers describe research in progress by the author(s) and are published to elicit comments and to further debate.

# Role of the U.S. Dollar in International Financial System

## Postavenie dolára v medzinárodnom finančnom systéme (vybrané aspekty)

---

*Mária Vojtková*

### **Abstract**

In the study we focus on theoretical and practical aspects of the role of the U.S. dollar in current international monetary system. We shortly describe the historical evolution of monetary system when it comes to the dollar position in it. Subsequently, we assess current status of the U.S. dollar in financial markets and its share on international foreign exchange reserves. In the application part, we examine how changes in the U.S. dollar exchange rate affect countries operating in the pegged exchange regime. At the same time, we focus on the problem of current account deficit of the U.S. balance of payments and its relationship to the export-oriented countries pegged to the U.S. dollar.

### **Keywords:**

Bretton-Wood monetary system, U.S. dollar, pegged exchange regime, fixed exchange regime, balance of payment, terms of trade

**JEL classification:** E42, E52, F30, F33

### **Abstrakt**

V štúdií sa sústreďujeme na teoretické a praktické aspekty súčasného postavenia amerického dolára v medzinárodnom menovom systéme. V krátkosti sa venujeme historickému vývoju menového systému s ohľadom na úlohu dolára v ňom. Následne hodnotíme súčasné postavenie dolára na finančných trhoch a jeho podiel medzinárodných devízových rezervách. V aplikačnej časti práce skúmame, ako pôsobia zmeny výmenného kurzu amerického dolára na krajiny operujúce vo fixnom devízovom režime. Zároveň sa zaoberáme analýzou prepojením deficitu bežného účtu platobnej bilancie USA na exportne založené krajiny operujúce vo fixnom devízovom režime s naviazaním na americký dolár.

### **Kľúčové slová:**

Menový systém Bretton-Wood, US dolár, fixný devízový režim, platobná bilancia, ropa, výmenné relácie

**JEL klasifikácia:** E42, E52, F30, F33

# Obsah

ÚVOD .....	5
<b>1 SÚČASNÉ POSTAVENIE AMERICKÉHO DOLÁRA .....</b>	<b>6</b>
1.1 HISTORICKÝ PREHLAD .....	6
1.2 STRUČNÉ ZHODNOTENIE POSTAVENIA AMERICKÉHO DOLÁRA V SÚČASNOM FINANČNOM SYSTÉME .....	11
1.2.1 <i>Európska centrálna banka o postavení mien v súčasnosti</i> .....	12
1.2.2 <i>Podiel amerického dolára na oficiálnych devízových rezervách</i> .....	13
1.2.3 <i>Postavenie dolára na finančných trhoch</i> .....	17
1.3 ZHRNUTIE.....	19
<b>2 IMPLIKÁCIE POSTAVENIA AMERICKÉHO DOLÁRA AKO GLOBÁLNEJ MENY .....</b>	<b>19</b>
2.1 DOLÁR A KRAJINY OPERUJÚCE VO FIXNOM DEVÍZOVOM REŽIME.....	19
2.1.1 <i>Náročnosť na devízové rezervy</i> .....	22
2.1.2 <i>Saldo bežného účtu platobnej bilancie</i> .....	23
2.1.3 <i>Inflačné tendencie a fixný režim</i> .....	23
2.1.4 <i>Zhrnutie - Implikácie fixného devízového režimu na ekonomické     premenne</i> .....	24
2.2 EMPIRICKÁ ANALÝZA S POUŽITÍM ŠTATISTICKÝCH ÚDAJOV SAUDSKEJ ARÁBIE.....	25
2.2.1 <i>Vývoj platobnej bilancie Saudskej Arábie</i> .....	28
2.2.2 <i>ERPT efekt v Saudskej Arábii</i> .....	30
2.3 KRAJINY OPERUJÚCE VO FIXNOM DEVÍZOVOM REŽIME A DEPRECIÁCIA USD – PRÍPADOVÁ ŠTÚDIA .....	32
2.4 DEFICIT BEŽNÉHO ÚČTU PLATOBNEJ BILANCIE USA A KRAJINY VO FIXNOM REŽIME VOČI DOLÁRU.....	33
2.4.1 <i>Zhrnutie – Vzájomné prepojenie fixného devízového režimu     rozvojových krajín na vývoj deficitu bežného účtu USA</i> .....	37
2.5 VZŤAH MEDZI VÝVOJOM CENY DOLÁRA A CENY ROPY.....	38
2.5.1 <i>Korelácia dvoch premenných – ropy a výmenného kurzu USD</i> .....	39
2.5.2 <i>Kauzalita dvoch premenných – ceny ropy a výmenného kurzu dolára</i> 42	
2.5.3 <i>Cena ropy a výmenné relácie</i> .....	44
2.6 VPLYV OCEŇOVANIA ROPY V USD NA PLATOBNÚ BILANCIU USA – PRÍPADOVÁ ŠTÚDIA46	

<b>ZÁVER .....</b>	<b>47</b>
<b>LITERATÚRA .....</b>	<b>51</b>
<b>PRÍLOHA 1: PREHĽAD VÝSLEDNÉHO SKÓRE INDIKÁTOROV PRE MERANIE GLOBÁLNEJ ÚLOHY MIEN (V PERCENTÁCH) .....</b>	<b>55</b>
<b>PRÍLOHA 2: PREHĽAD ŠTÚDIÍ ZAOBERAJÚCICH SA KAUZALITOU MEDZI CENOU ROPY A VÝVOJOM KURZU USD .....</b>	<b>56</b>

## Úvod

Americký dolár zohrával v posledných piatich desaťročiach minulého storočia dôležitú úlohu v medzinárodných financiách. Avšak v posledných desiatich rokoch sme boli svedkami postupného oslabovania hodnoty amerického dolára, ktoré malo vplyv na viacerých účastníkov svetového hospodárstva. Tieto tendencie boli len posilnené súčasnou finančnou a ekonomickou krízou, ktorá ako prvá prepukla v USA a mala a aj má výrazný vplyv na oslabovanie výmenného kurzu dolára voči ostatným svetovým menám. Niet divu, že sa medzi odbornou, ale aj širokou verejnosťou ozývajú hlasy spochybňujúce ďalšie postavenie amerického dolára ako svetovej meny.

Aby bolo možné posúdiť, či tieto hlasy poukazujú na pravdepodobný budúci vývoj a predpovedajú tak súmrak postavenia amerického dolára na medzinárodných trhoch, je potrebné sa najprv pozrieť do minulosti a zistiť, z čoho pochádza a ako vzniklo výhradné postavenie dolára v súčasnom svete.

Následne je možné sa zaoberať vplyvom dominantného postavenia dolára na jednotlivé subjekty ekonomiky a pokúsiť sa zároveň odhadnúť aj to, ako by mohla vplývať očakávaná vlna deprecie dolára predovšetkým na rozvojové krajiny operujúce vo fixnom devízovom režime.

Z tohto dôvodu je cieľom tejto práce snaha podať prehľad o vývoji postavenia dolára v minulosti, o jeho súčasnej pozícii a prípadne načrtnúť určité vyvodenia, ktoré by mohli byť smerodajné pre jeho budúci vývoj.

V prvej kapitole sa zaoberáme stručnou históriou Bretton-Woodskeho menového systému, jeho charakteristikami a postavením amerického dolára v ňom. Následne sa pozrieme na začiatok éry tzv. Bretton-Woodu II, nového systému usporiadania menových vzťahov koncom dvadsiateho storočia, ktorý svojimi črtami pripomína obdobie po druhej svetovej vojne a ktorého existencia rovnako zásadne ovplyvnila postavenie dolára ako svetovej meny.

V nasledujúcej kapitole sa zameriame na stručné zhrnutie aktuálneho postavenia dolára na finančných trhoch v závislosti od vybraných indikátorov a popíšeme zmeny, ktoré sa na týchto trhoch udiali v posledných rokoch s ohľadom na zmenu vzťahov medzi dolárom a inými menami.

Vývoj výmenného kurzu dolára pôsobí v ekonomike na rozličné premenné a jeho posilnenie resp. oslabenie ovplyvňuje viaceré ekonomické subjekty. Tretia kapitola je preto rozčlenená na tri podkapitoly, z ktorých každá z nich je venovaná niektorému aspektu ekonomických vzťahov súvisiacich s hodnotou dolára.

Rozvíjajúcim sa krajinám, ktoré svoju menu naviazali na americký dolár je venovaná prvá časť tejto kapitoly. Táto problematika má zároveň úzky súvis s vývojom platobnej bilancie USA a obchodno-platobných vzťahov medzi USA a rozvojovými krajinami, ktorým je venovaná nasledujúca podkapitola. Keďže podstatná časť krajín nachádzajúcich sa vo fixnom režime patrí medzi krajiny vyvážajúce ropu, vzťahu

výmenného kurzu amerického dolára, ropy a zmenám vo výmenných reláciách sa venujeme v ďalšej podkapitole.

## **1 Súčasné postavenie amerického dolára**

### **1.1 Historický prehľad**

Keď sa v roku 1944, teda ešte v časoch zúriacej druhej svetovej vojny, stretli v malom mestečku Bretton-Wood poprední ekonómovia a politici tej doby, aby určovali ďalšiu budúcnosť medzinárodného menového usporiadania, zrejme si len málokto uvedomil, že ich rozhodnutia budú ovplyvňovať ešte aj tak vzdialenú budúcnosť akou je dnešné obdobie finančnej krízy.

Výsledky ich rokovaní odrážali vtedajšiu povojnovú situáciu - v pomyselnom centre ekonomického sveta sa nachádzalo USA ako svetová veľmoc, zatiaľ čo perifériu tohto systému tvorilo Japonsko a zdevastovaná Európa. Nový menový systém, odteraz nazývaný Bretton-Wood, tak prakticky znamenal, že dolár sa stal jedinou menou vymeniteľnou za zlato a to v pomere 35 dolárov za jednu uncu zlata. Táto podmienka sa však vzťahovala iba na oficiálnych zahraničných veriteľov, nie na súkromné osoby. Zrušilo sa teda priama vymeniteľnosť mien za zlato, čo viedlo k tzv. demonetizácii zlata t.j. znižovaniu úlohy zlata v medzinárodných menových vzťahoch. Bretton-Wood tak znamenal novú éru v postavení dolára ako svetovej meny.

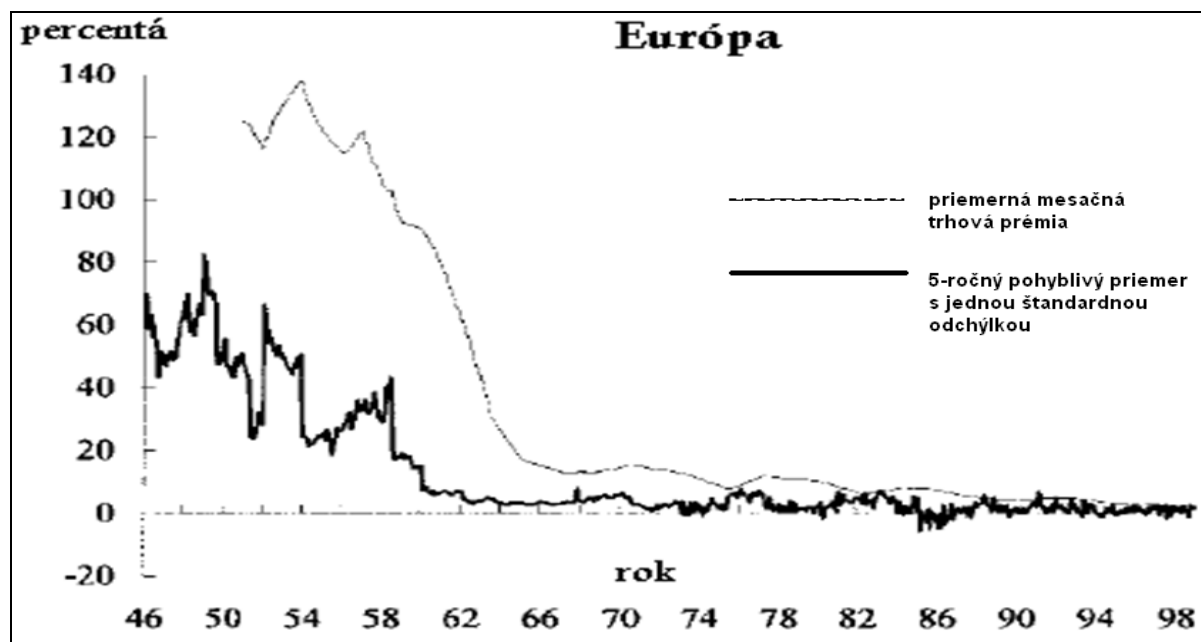
Zároveň do tohto obdobia datujeme vznik nového menového režimu s označením regulovaný fixný režim (resp. adjustable peg), pri ktorom by za teoretických podmienok mohlo dochádzať k úpravám menového kurzu voči doláru. Keďže podmienky úpravy daného kurzu neboli bližšie špecifikované, prakticky sa tak stále jednalo o fixný výmenný kurz. Tento systém možno zároveň označiť za dolárový štandard, keďže ponuková neelastická zlata spôsobovala, že celosvetový nárast medzinárodných rezerv bol zabezpečovaný nárastom objemu dolárov vo svete.

Popri systéme fixných kurzov s oficiálnym trhom devíz sa v prevažnej väčšine krajín vytvoril aj tzv. paralelný devízový trh. Podľa Reinharta a Rogoffa (2004) tento čierny trh existoval vo vyše 50% krajín a obchodovalo sa s menami podľa neoficiálneho kurzu, ktorý často vykazoval známky plávajúceho menového režimu. Na Grafe 1 je možné pozorovať percentuálnu prirážku ku oficiálnemu menovému kurzu na paralelnom devízovom trhu.

Neprerušovaná čiara predstavuje priemernú mesačnú trhovú prémie, zatiaľ čo prerušovaná čiara ukazuje 5-ročný pohyblivý priemer pripočítaný k jednej štandardnej odchýlke. V Európe možno pozorovať podstatný rozdiel medzi oficiálne stanoveným výmenným kurzom a paralelným kurzom, keď sa odchýlka pohybovala v čase trvania BW až do 80 percent (neprerušovaná línia).

## Graf 1

### Oficiálny verzus neoficiálny trh s devízami počas BW systému



Zdroj: Reinhart – Rogoff (2004)

Hlavná korekcia nastala začiatkom 60-tych rokov, čo korešponduje s americkou snahou z tohto obdobia udržať stabilný pomer dolára voči zlatu (až na krátke obdobie zvýšenej trhovej premie v rokoch 1975 a 1976 a rokoch 1982 – 1984) rovnako ako aj s prvou zmenou parity zlata voči doláru. V období BW tak platilo, že „zatiaľ čo Európa nefungovala v režime plávajúceho t.j. floating kurzu v modernom zmysle – keďže väčšina mien nebola konvertibilná – využívala akýsi variant de facto plávajúceho režimu, ale pod zásterkou oficiálneho viazaného výmenného režimu.“ (Reinhart – Rogoff, 2004)

USA v tomto systéme vystupovalo ako bankár resp. finančný sprostredkovateľ v tradičnom zmysle slova. Krajina prijímala krátkodobé platby za export určený na európske trhy a do Japonska a zároveň poskytovala ostatným krajinám dlhodobé pôžičky, prípadne dané finančné prostriedky investovala dlhodobo do nákupu zahraničných aktív. K takýmto dlhodobým, aj keď v tomto prípade nenávratným, pôžičkám je možné napríklad zaradiť aj Marhallov plán – finančné prostriedky, ktoré mali byť primárne určené na obnovu zdevastovanej Európy. Podľa slov profesora Wachtela z New York University: „USA bolo svetovým bankárom a dolár bol bankovou účtovacou jednotkou. (...) Dolár jednoducho nebol zdrojom likvidity. Bola to provízia za bankové služby vykonávané USA, ktorá zvýšila likvidnú ponuku dolára.“ (Wachtel, 2007)

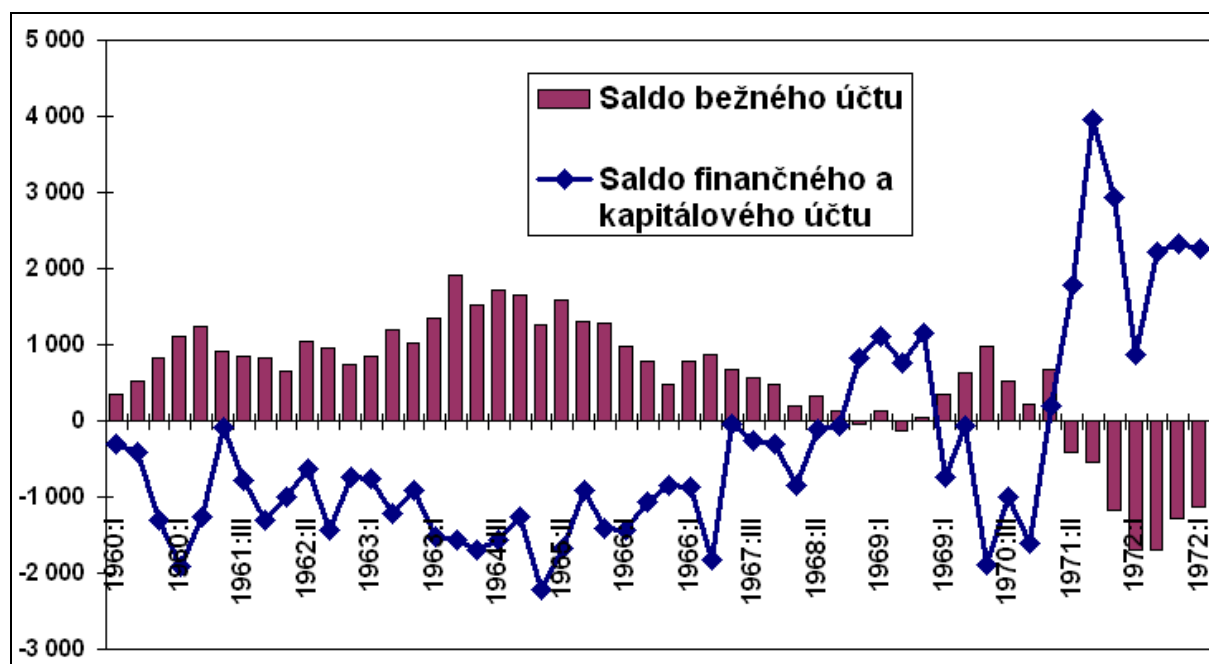


Nárast dodatočných rezerv iných krajín ako USA bol možný iba v prípade deficitu platobnej bilancie USA (tzv. Triffinov paradox). V prípade tlakov na posilňovanie domácej meny boli totiž krajiny nútené nakupovať doláre do zásoby a predávať domácu menu na devízovom trhu, čo znamenalo zvýšený dopyt po americkej mene. Aby bol tento dopyt uspokojený, USA bolo nútené dosahovať deficit platobnej bilancie spôsobené odlivom amerického kapitálu do zahraničia.

Pokiaľ zoberieme do úvahy vývoj salda kapitálového a finančného účtu platobnej bilancie, tak je naozaj možné pozorovať, že v sledovanom období prevažujú predovšetkým negatívne hodnoty. Výnimku tvorí obdobie od konca roka 1968, trvajúce počas celého roka 1969 a končiace začiatkom roka 1970, kedy bol trend naopak opačný a prebytok platobnej bilancie vystúpil až na úroveň niečo vyše 1050 mil. dolárov.

G r a f 2

**Saldo bežného účtu a finančného a kapitálového účtu platobnej bilancie v USA za obdobie rokov 1960 – 1972 (mld. USD)**



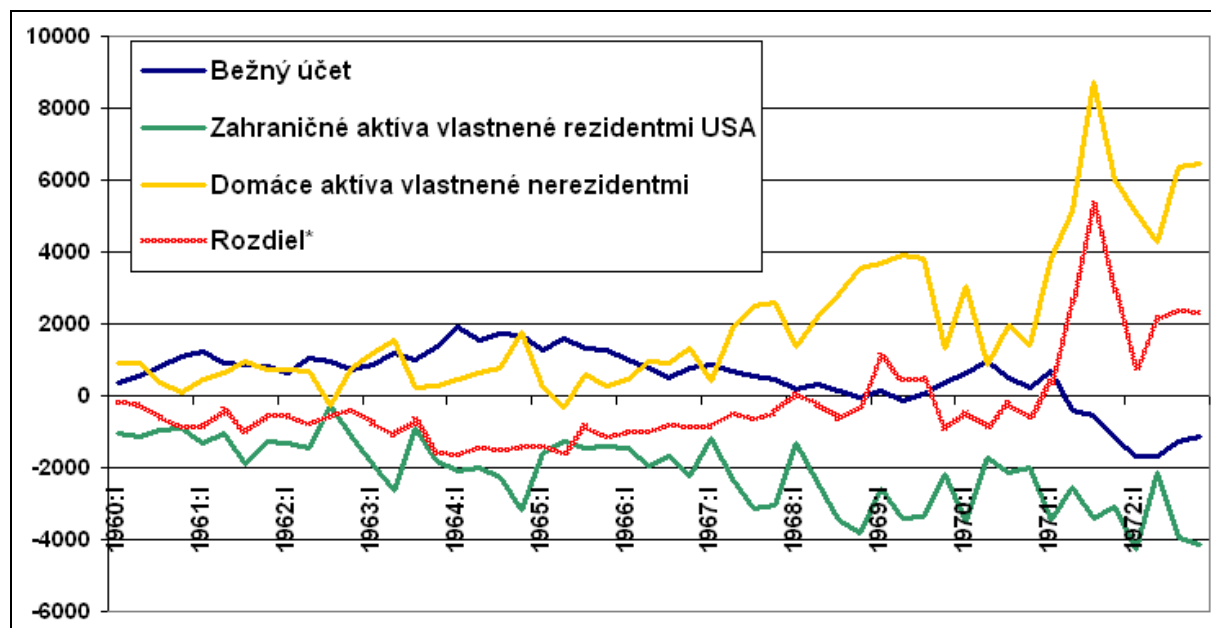
Zdroj: Spracované podľa údajov Bureau of Economic Analysis

Na základe štatistických dát dostupných za obdobie rokov 1960 až 1972 možno pozorovať permanentný prebytok bežného účtu platobnej bilancie (okrem výnimky v druhom polroku 1969), ktorý je potvrdením dominantnej úlohy USA v obnove hospodárstva krajín zasiahnutých druhov svetovou vojnou. Objem exportov v tomto období vysoko prevyšoval objem importov.

Pokiaľ zoberieme do úvahy rozdiel medzi absolútnou hodnotou objemu zahraničných aktív vlastnených rezidentmi USA (čo znamená odliv kapitálu do zahraničia a v platobnej bilancii sa jedná o debetnú položku) a objemom amerických aktív vlastnenými zahraničnými subjektmi (čo znamená príliv kapitálu do USA, v platobnej bilancii kreditná položka), tak tento ukazovateľ dosahoval až do roku 1966 záporné hodnoty, načo sa trend otočil a v roku 1971 je možné pozorovať významný nárast prílivu kapitálu do USA. Toto potvrdzuje tézu o dlhodobých amerických investíciách plynúcich do vojnu zdevastovaných krajín, ktoré spôsobovali odlev kapitálu z USA. Časť takto získaných prostriedkov mohli zároveň krajiny použiť na úhradu importov plynúcich z USA.

Graf 3

### Vývoj bežného účtu a zložiek finančného účtu platobnej bilancie USA (mld. USD)



\*Rozdiel (čisté zahraničné aktíva)– rozdiel hodnoty objemu položky Domáce aktíva vlastnené zahraničnými subjektmi a absolútnej hodnoty položky Zahranické aktíva vlastnené rezidentmi USA. Tento rozdiel vyjadruje, o koľko viac zahraničných finančných prostriedkov do USA prítieklo oproti tomu, koľko ich bolo investovaných mimo USA (záporná hodnota tak poukazuje na situáciu, keď do USA prítieklo menej kapitálu zo zahraničia ako ich do zahraničia z USA odtieklo na nákup zahraničných aktív)

Zdroj: Spracované podľa údajov Bureau of Economic Analysis

V súvislosti s týmto obdobím sa spomína vznik tzv. dolárovej pasce – krajiny chytené v Bretton-Woodskom systéme sa ocitli medzi dvoma protichodnými tendenciami. V prípade, že by nástojili na devalvácii dolára voči hodnote zlata, boli by nútené

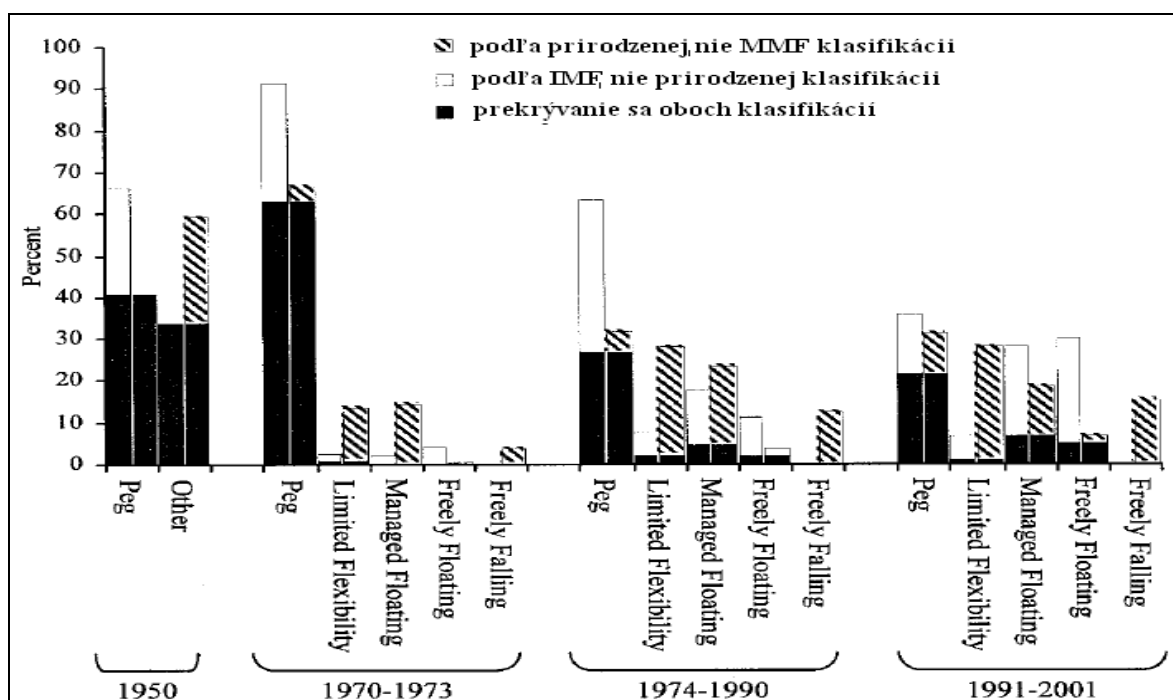
zaúčtovať vysoké straty z dôvodu precenenia držaných devízových rezerv. Zároveň, ak by sa chceli proti tejto tendencii poistiť pomocou swapovania dolárov oproti zlatu, týmto samotným konaním by spôsobili tlaky na devalváciu dolára.

Výsledkom týchto tendencií bol vzrastajúci deficit platobnej bilancie USA, ktorý bol podporovaný snahou udržať dovtedajšie status quo a umožnil tak USA žiť si nad svoje pomery.

BW systém bol oficiálne zrušený v roku 1972, keď väčšina európskych krajín začala oficiálne prechádzať na systém flexibilných menových kurzov. Tento proces prebiehal kontinuálne, keď vyspelé krajiny postupne prechádzali z viazaného výmenného režimu na čiastočne fixné devízové režimy. Rozvíjajúce sa krajiny si častokrát ponechali fixný režim práve kvôli jeho výhodám znamenajúcim stabilizáciu cenovej hladiny a zosúladenie inflačných tendencií s krajinou, ktorej menu používali ako kotvu.

G r a f 4

#### Porovnanie výmenných režimov v období 1950 – 2001



Zdroj: Reinhart – Rogoff (2004)

V štúdií ekonómov Reinharta a Rogoffa (1994) bol vypracovaný nový spôsob klasifikácie výmenných režimov založený na de facto „prirodzenej“ klasifikácii, čiže posudzovaní výmenných režimov podľa skutočne uskutočňovanej devízovej politiky

a nie podľa oficiálne vyhláseného menového režimu.<sup>1</sup> Pri porovnávaní oficiálne vyhláseného režimu jednotlivých krajín a „prirodzeného“ režimu, v ktorom sa podľa klasifikácie vypracovanej oboma ekonómami jednotlivé krajiny nachádzajú, je pritom možné dôjsť k nasledujúcemu vyvodu – v čase fungovania Bretton Woodu a aj po jeho skončení síce krajiny oficiálne označovali svoje kurzy ako de iure fixné resp. naviazané (pegged), avšak de facto fungovali v menej striktných režimoch.

Nový systém usporiadania menových vzťahov začal byť na začiatku tohto storočia označovaný aj ako Bretton Wood II a charakterizoval situáciu v medzinárodných vzťahoch, kedy americká ekonomika spolu s dolárom stála v pomyslenom strede globálnej ekonomiky, pričom jej sekundovala eurozóna a Japonsko. Ostatné rozvojové krajiny, tzv. periféria, si ponechali viac-menej závislé postavenie od amerického hospodárstva buď vďaka fixným režimom naviazaných na dolár alebo v dôsledku obchodných vzťahov s najsilnejšou ekonomikou sveta.

Pod vplyvom všetkých týchto historických udalostí (BW, rozpad BW, uvoľňovanie devízových kurzov, BW II), ktoré mali priamy vplyv na chápanie dolára ako rezervnej meny v devízových vzťahoch, tak bolo postavenie dolára vo svetovej ekonomike až do začiatku nového tisícročia priam neotrasiteľné.

## **1.2 Stručné zhodnotenie postavenia amerického dolára v súčasnom finančnom systéme**

Pri analýze súčasného postavenia dolára vo svetovej ekonomike si zoberieme na pomoc ekonomickú teóriu zaoberajúcu sa medzinárodnými menovými vzťahmi. V odbornej literatúre je pritom možné vysledovať päť druhov faktorov, ktoré majú vplyv na medzinárodné postavenie meny. Tieto faktory sú zatriedené do nasledujúcich okruhov (Maťovčíková, 2008):

- **veľkosť a otvorenosť ekonomiky** – tento faktor koreluje s tokom kapitálu a zahraničným obchodom. Čím väčšia veľkosť a zároveň otvorenosť danej ekonomiky, tým možno očakávať vyšší podiel obchodovania s danou menou na devízových trhoch vznikajúci ako dôsledok uspokojovania dopytu a ponuky po danej mene.
- **existencia rozvinutých a integrovaných domácich finančných trhov** – takéto trhy zabezpečujú likviditu, znižujú transakčné náklady, redukujú neistotu, riziko. Vyššie uvedené činitele spolu s existenciou ďalších faktorov vplývajú na intenzitu využitia danej menovej jednotky vo sfére sporenia, investovania a pôžičiek.
- **podmienka dôvery** – ak má byť daná mena akumulovaná ako rezervný prostriedok, musí byť považovaná za zdravú menu, bez tendencie znehodnocovať sa. Nestabilita zvyšuje riziko a inflácia ničí kúpyschopnosť.
- **politická stabilita** – z historických skúseností vyplýva, že neexistuje menová stabilita bez politickej rovnováhy

---

<sup>1</sup> De iure devízové režimy jednotlivých krajín sú každoročne zverejňované v prehľade Medzinárodného menového fondu.

- **prítomnosť sieťových externalít** –ak sa mena používa v medzinárodnom meradle, stane sa vzácnou a ťažko nahraditeľnou. V prípade dominancie trhu nie je jednoduché jej postavenie ohroziť kvôli vysokým nákladom na výmenu. Individuálny obchodník má v takom prípade minimálny záujem o to, aby opustil už vybudovanú sieť, uvažovať o tom bude až vtedy, keď sa každý účastník rozhodne urobiť to isté.

Dané ukazovatele boli predmetom skúmania viacerých ekonomických štúdií. Pre potreby tejto práce sme sa preto rozhodli vychádzať zo štúdie Európskej centrálnej banky (Thimann, 2009) o postavení mien v súčasnom finančnom systéme, keďže táto štúdia ako prvá vypracovala prehľadný systém hodnotenia potrebný pre vzájomné porovnávanie postavenia rozličných mien. Tento systém hodnotenia kvantifikuje viacero z vyššie uvedených faktorov pomocou výpočtu vybraných ekonomických indikátorov z empirických dát.

Keďže štúdia ECB poskytuje iba hodnoty jednotlivých ukazovateľov a kvantitatívne hodnoty jednotlivých ekonomických veličín stojacich na ukazovateľmi ostávajú neznáme, rozhodli sme sa preskúmať niektoré vybrané faktory s použitím vlastných empirických dát. Pojednávanie o výsledkoch takéhoto výskumu bude predmetom nasledujúcich podkapitol.

### **1.2.1 Európska centrálna banka o postavení mien v súčasnosti**

Štúdia ECB zaoberajúca sa postavením nadnárodných mien vo svetových finančných vzťahoch prispela do diskusie o postavení dolára vypracovaním prehľadného systému hodnotenia.

V rámci daného systému hodnotenia sa v štúdiu hodnotí postavenie 22 mien vo svetovom hospodárstve vrátane amerického dolára, eura, japonského jenu, britskej libry, francúzskeho franku spolu s austrálskym, kanadským a novozélandským dolárom, pričom do štúdie je zahrnutých aj 14 mien rozvojových krajín z Ázie, východnej Európy a Latinskej Ameriky.

Postavenie týchto mien je hodnotené na základe 15tich indikátorov veľkosti a 16tich štruktúrnych indikátorov súvisiacich s úlohou meny na finančných trhoch a s emitujúcou ekonomikou. V súvislosti s finančnými trhmi, indikátory veľkosti zahŕňajú objem aktív, finančných inštrumentov emitovaných v danej mene a celkový obrat na finančných trhoch, štruktúrne indikátory sa sústreďujú na kvalitu regulácie alebo absenciu bariér pri obchodovaní (kvantifikácia druhého faktora??). Pre emitujúcu ekonomiku, indikátory veľkosti zahŕňajú podiel na globálnom HDP a obchode, štruktúrne indikátory sa opierajú o makroekonomickú stabilitu a inštitucionálne prostredie (kvantifikácia prvého faktora).

Údaje v tejto štúdiu sa vzťahujú na obdobie konca roka 2006 resp. na údaje z polovice roka 2007, čo značí, že na výsledkoch ešte nie je možné pozorovať dopady finančnej krízy. Z tohto dôvodu tak daná štúdia môže slúžiť ako určité východisko pre pochopenie úlohy dolára vo svetovom hospodárstve pred súčasnou finančnou

a hospodárskou krízou a pre prípadné predikcie zmeny tejto úlohy v období počas a po kríze.

Americký dolár si udržiava dominantnú rolu vo všetkých výsledných ukazovateľoch a je nasledovaný eurom a s veľkým odstupom aj japonským jenom. Vzájomný podiel dolára a eura ostáva nezmenený – dôležitosť postavenia eura na globálnych trhoch meraná pomocou daných ukazovateľov dosahuje približne 70% hodnoty dolára.

Keďže rozdiely v štruktúrnom ukazovateli s ohľadom na postavenie amerického dolára nie sú natoľko signifikantné, aby vysvetlili veľký náskok dvoch vedúcich globálnych mien (keďže prvých osem vedúcich mien dosahuje hodnoty nad 90 bodov a kanadský dolár a euro dokonca preyšujú USA ako benchmark), vedúca úloha dolára vo svetovom hospodárstve môže byť sčasti vysvetlená pomocou hodnoty indikátora veľkosti (viď Príloha 1).

Rozdiely v sofistikovanosti medzinárodných trhov už viac nie sú smerodajné, rozhodujúcim sa stáva etablovanosť meny na medzinárodných trhoch. Americký dolár v tomto jasne víťazí, keď dosahuje vysoké hodnoty v ukazovateľoch celkového objemu emitovaných CP (predovšetkým akcií, pri dlhových inštrumentoch už dolár stratil svoje výsostné postavenie, viď ďalšiu podkapitolu), rovnako ako aj na poli devízových trhov. Z toho vyplýva, že ak by mala byť tak silná pozícia dolára narušená, v rámci teórie sieťových externalít by sa prípadné nahradenie dolára ako svetovej meny inou menou v krátkom období stalo vysoko nákladné práve kvôli rozšírenosti dolára v medzinárodných vzťahoch.

Pri upravenom finálnom ukazovateli, ktorý do konečného výsledku zahŕňa aj úroveň otvorenosti ekonomiky, sa táto tendencia stáva ešte zjavnejšou. V tomto prípade sa úloha mien rozvojových krajín znižuje pod vplyvom existujúcich vnútorných reštrikcií voči otvorenosti ekonomiky (ako príklad môže slúžiť politika Číny), vďaka čomu dolár posilňuje svoju pozíciu na ich úkor.

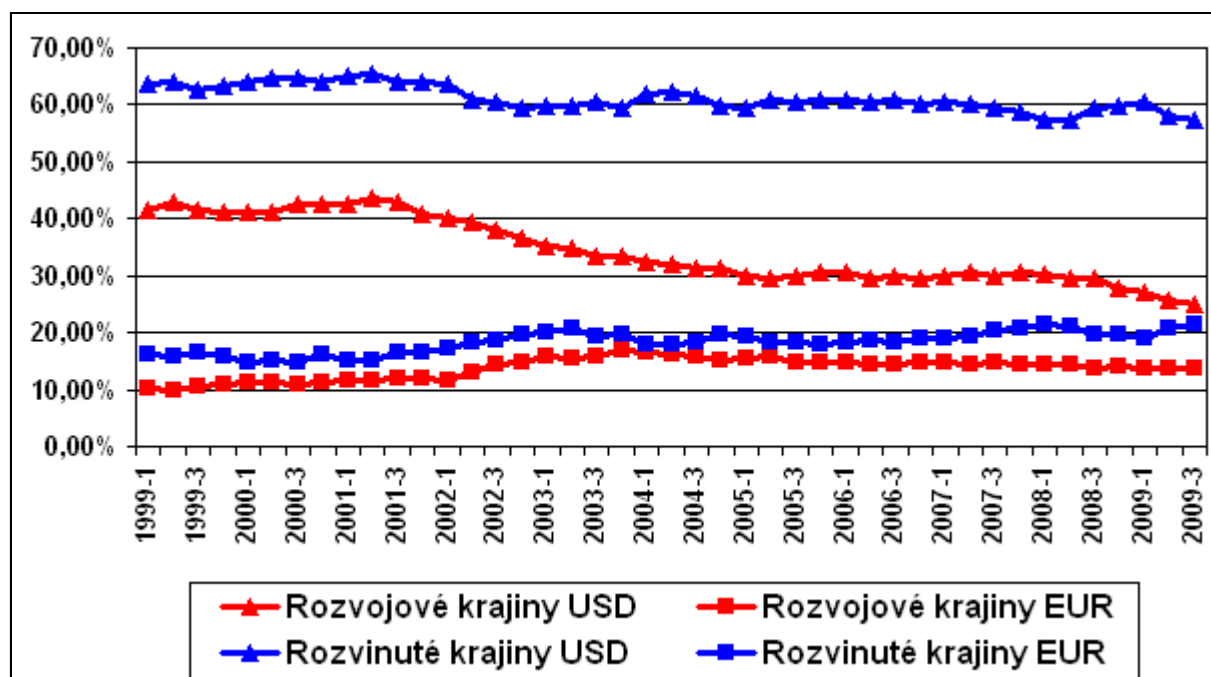
### **1.2.2 Podiel amerického dolára na oficiálnych devízových rezervách**

Prestíž a silu národnej meny v medzinárodnom menovom systéme vyjadruje aj ochota krajín držať svoje devízové rezervy v danej mene. Americký dolár mal v minulom storočí z dôvodu existencie Bretton-Woodskeho systému významné postavenie, keďže krajiny držali svoje rezervy v tejto mene pod vplyvom fixného kurzu voči doláru. V súčasnosti sa však toto dominantné postavenie pomaly stráca, a to predovšetkým medzi rozvojovými krajinami.

Zatiaľ čo sa podiel objemu devízových rezerv držaných v amerických dolároch u krajín rozvinutého sveta voči objemu celkových devízových rezerv (alokovaných aj nealokovaných) za posledných desať rokov znižoval zo 63% na 57%, prepád medzi rozvojovými krajinami bol oveľa väčší. Z pôvodných 41% sa tento podiel zmenšil len na 25%, ako je možné vidieť na Grafe 5.

Graf 5

**Vývoj podielu USD a EUR na oficiálnych celkových devízových rezervách rozvinutých a rozvojových krajín (v percentách)**



Zdroj: Spracované podľa údajov COFER databázy MMF

Tento prepad pritom nie je možné vysvetliť razantným nástupom inej svetovej meny, ktorá by zaujala miesto dolára. Euro, ktoré by podľa niektorých ekonómov na tento post mohlo aspirovať, zvýšilo svoj podiel u rozvojových krajinách zo 16% len na 21%, u rozvinutých krajín bol tento nárast dokonca ešte menší – z hodnoty 10,5% na hodnotu 13,5% v roku 2009. Tento nárast tak nestačil vyplniť celú výšku strát spôsobenú stratou pozícií dolára.

Najvyšší nárast bol pritom zaznamenaný v položke tzv. neumiestnených rezerv (unallocated reserves), kedy sa ich podiel zvýšil zo 44% na hodnotu 57%. Z tohto údaja ale nie je možné vyvodiť, na aké účely a v akej mene boli devízové rezervy použité (napr. uzatvorenie menových swapov atď.), keďže štatistika MMF to neumožňuje.

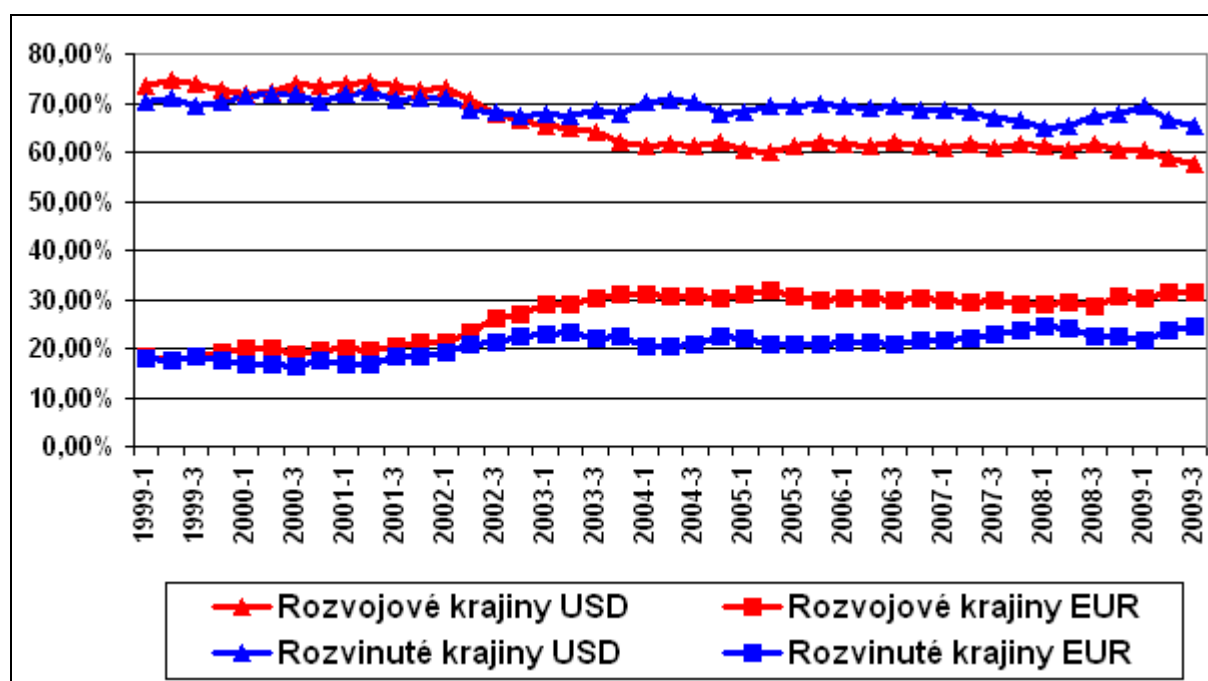
Ak však zoberieme do úvahy len údaje o rezervách priamo denominovaných v určitej mene (z umiestnených rezerv, resp. allocated reserves), tak v tom prípade v rozvojových krajinách najväčší nárast zaznamenalo euro (rast z 18% na 31%) a najväčší prepad si pripísal dolár (zo 73% na 57%). V prípade rozvinutých krajín rozdiely nedosahovali až tak významné hodnoty, keď najviac si pripísalo opäť euro (z 18% na 24%) a proporcionálne k tomu dolár oslabil svoju pozíciu (zo 70% na 64%).

Pri vývoji devízových rezerv držaných v amerických dolároch u rozvojových krajín je pritom možné pozorovať zaujímavé tendencie. Prvý veľký prepád nastal koncom roka 2001, ktorý sa predovšetkým spája s krízou dot.com a zároveň je akýmsi zavŕšením Ruskej, ale predovšetkým Ázijskej krízy, ktorá znamenala prechod z fixného režimu na variabilný vo viacerých ázijských krajinách.

Rovnakú tendenciu možno pozorovať v období koncom roka 2008, ktoré predstavovalo obdobie, keď sa dovtedy iba lokálna finančná kríza na severoamerickom kontinente rozšírila aj na ďalšie krajiny sveta. Avšak vzhľadom na to, že táto kríza sa na rozdiel od vývoja na konci 90tych rokov u väčšiny krajín nezmenila aj na krízu menovú, je možné tento prepád pripísať skôr na vrub straty dôvery voči americkému doláru.

Graf 6

**Vývoj podielu USD a EUR na oficiálnych umiestnených devízových rezervách rozvinutých a rozvojových krajín (v percentách)**



Zdroj: Spracované podľa údajov COFER databázy MMF

Čo sa celkového objemu devízových rezerv alokovaných v dolároch týka, v tomto prípade je možné vypozať významný nárast predovšetkým v rozvíjajúcich sa krajinách. S ohľadom na predchádzajúce vyvodenia je tento jav vysvetliteľný aj vďaka fixnému menovému kurzu, s ktorým ešte stále operuje dostatočne veľké množstvo rozvojových krajín (napr. krajiny vyvážajúce ropu a Čína) a ktorý núti krajiny ku kumulovaniu ich devízových rezerv pri deprecii menovej kotvy. Rýchly rozvoj

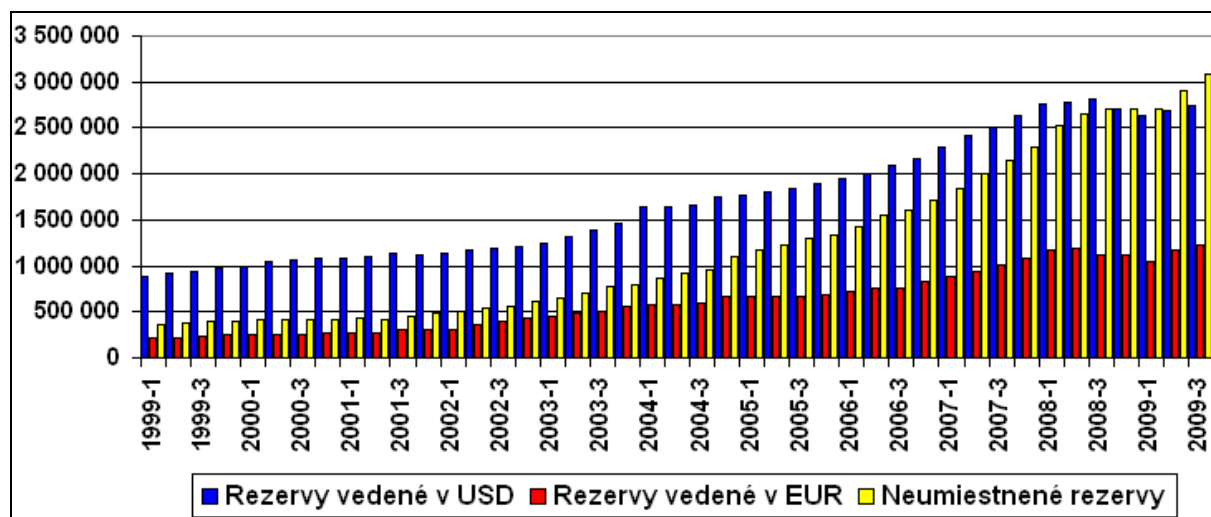


hospodárstva v týchto rozvíjajúcich sa krajinách v posledných rokoch prispel ku kumulácii aktív denominovaných v dolároch, čo má za následok nárast v absolútnych hodnotách devízových rezerv.

Vývoj v devízových rezervách rozvojových krajín je to, čo bude aj v budúcnosti podstatne ovplyvňovať postavenie dolára ako svetovej meny. Vzhľadom na to, že úloha dolára ako rezervnej meny je výsledkom usporiadania menových vzťahov počas Bretton-Woodskeho obdobia, rovnako ako postupného vývoja v posledných štyridsiatich rokoch, možno predpokladať, že štruktúra menových rezerv štátov bude aj v budúcnosti odzrkadľovať postavenie USA v globálnej ekonomike.

Graf 7

**Vývoj objemu alokovaných devízových rezerv držaných v jednotlivých menách v rozvinutých a rozvojových krajinách (v mil. dolárov)**



Zdroj: Spracované podľa údajov COFER databázy MMF

Tento proces ale pôsobí aj spätne – v prípade vysokého podielu amerických dolárov na celkových devízových rezervách daných krajín, sú štáty nútené pri svojich menových rozhodnutiach prihliadať aj na tento faktor. Racionálnym rozhodnutím sa pre ne stáva potreba vykonávať takú politiku, ktorá by neprispievala k znižovaniu hodnoty dolára na devízových trhoch (napr. masovým výpredajom aktív denominovaných v amerických dolároch), aby tak týmto krokom nespôsobili zároveň rapídne zníženie hodnotu svojich rezervných aktív. Týmto rozhodnutím tak však zároveň prakticky prispievajú k udržaniu doterajšieho status quo.

Je potrebné poznamenať, že táto situácia je podobná už opísanej situácii po druhej svetovej vojne v európskych krajinách. Tie sa takisto dostali do „dolárovej pasce“ politikou hromadenia amerického dolára vo svojich rezervách. Zatiaľ čo ale v prípade

stavu po druhej svetovej vojne bolo toto kumulovanie zväčšiny zapríčinené fungovaním Bretton-Woodu, v súčasnosti leží rozhodnutie na vykonávaní devízovej politiky na rozhodnutí tej – ktorej krajiny.

### 1.2.3 Postavenie dolára na finančných trhoch

Ako vyplýva zo štatistík uverejnených v roku 2010 Bankou pre medzinárodné zúčtovanie (BIS), dolár si udržiava svoju dominanciu aj na devízovom trhu. Podiel dolára na celkovom objeme denného obratu ostáva počas posledných takmer dvadsiatich rokov prakticky nezmenený a pohybuje sa v rozmedzí od 40 do 45 percent.

Tabuľka 1

**Podiel mien na celkovom dennom obrate devízových trhov (stav meraný v apríli daného roku, v percentách)**

Mena	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010
US dollar	40,0	41,7	43,4	44,9	44,0	42,8	42,4
Euro	...	...	...	19,0	18,7	18,5	19,5
Deutsche mark	19,8	18,1	15,2	...	...	...	...
French franc	1,9	4,0	2,5	...	...	...	...
ECU a iné EMS meny	5,9	7,9	8,4	...	...	...	...
Japanese yen	11,7	12,1	10,9	11,8	10,4	8,6	9,5
Pound sterling	6,8	4,7	5,5	6,5	8,2	7,4	6,4
Australian dollar	1,3	1,4	1,5	2,2	3,0	3,3	3,8
Swiss franc	4,2	3,7	3,5	3,0	3,0	3,4	3,2
Canadian dollar	1,7	1,7	1,8	2,2	2,1	2,1	2,6
Hong Kong dollar	0,6	0,5	0,5	1,1	0,9	1,4	1,2
Swedish krona	0,7	0,3	0,2	1,2	1,1	1,4	1,1
New Zealand dollar	0,1	0,1	0,1	0,3	0,5	0,9	0,8
Korean won	...	...	0,1	0,4	0,6	0,6	0,8
Singapore dollar	0,2	0,2	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7
Norwegian krone	0,2	0,1	0,1	0,7	0,7	1,1	0,7
Mexican peso	...	...	0,2	0,4	0,6	0,7	0,6
Iné	5,2	4,0	5,6	5,7	5,7	7,2	6,7
<b>Všetky meny</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Zdroj: Spracované podľa údajov BIS

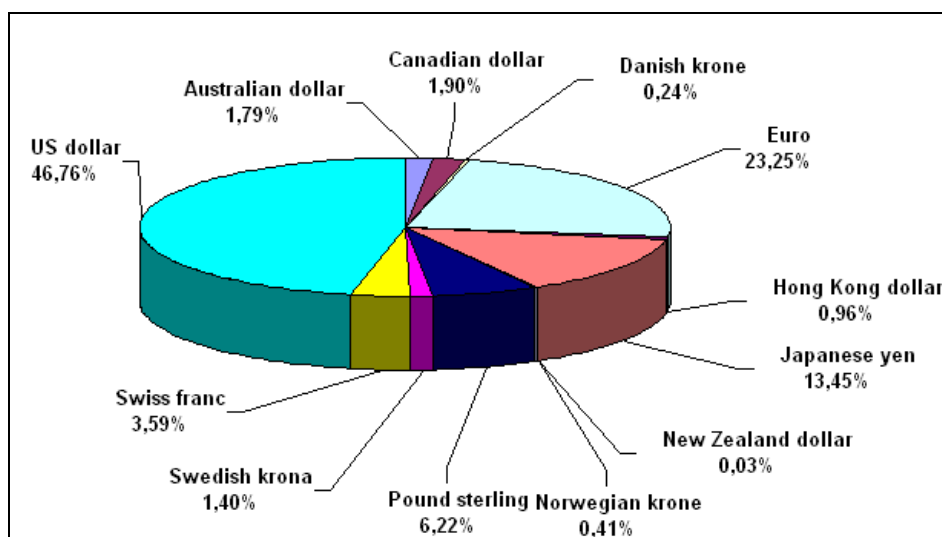
Euro, pri zavádzaní ktorého sa niektorí ekonómovia pýtali, či neohrozí neohroziteľnou pozíciou dolára na svetových trhoch, dosahuje ani nie polovicu podielu USD a pohybuje sa stabilne na úrovni pod 20 percent. Zo štatistík uvedených v Tabuľke 1 je možné vypočítavať skutočnosť, že suma podielov mien, ktoré pri zavedení EURa vstúpili do novovytvorenej meny je oveľa vyššia ako momentálny

podiel EURa na celkovom obrate.<sup>2</sup> To môže naznačovať nedôveru alebo neatraktivnosť jednotnej európskej meny, ktorá stratila svoje pozície v prospech iných európskych mien (napríklad švédská koruna, nórska koruna, britská libra).

Ak je však možné menovať jeden trh, na ktorom dolár už stratil svoje výsostné postavenie v prospech eura, tak je ním určite trh dlhových nástrojov v členení podľa rozličných ukazovateľov. Podľa údajov zverejňovaných Bankou pre medzinárodné zúčtovanie sa táto tendencia začala prejavovať už v roku 2002, a to pri komerčných papieroch a dlhopisoch s variabilnou úrokovou sadzbou, pri ostatných dlhových cenných papieroch až o dva roky neskôr, v roku 2004. Najväčší rozdiel vyplývajúci z uprednostňovania eura ako denominačnej meny oproti doláru je v prípade dlhopisov s variabilnou úrokovou sadzbou (Kotlebová – Chovancová, 2010, s. 279).

G r a f 8

### Podiel jednotlivých mien ako podkladových nástrojov pri OTC menových derivátoch ku koncu roka 2008



Zdroj: Spracované podľa údajov BIS

Pri OTC menových derivátoch uzatvorených na nákup resp. predaj niektorej z podkladových mien si dominantné postavenie opäť udržiava dolár, pričom víťazí s podstatným náskokom pred eurom a japonským jenom, keď 46,76% všetkých menových derivátov bolo vypísaných na dolár ako podkladové aktívum. Dôležitým pozorovaním pri hodnotení vývoja na týchto trhoch je pritom to, že v priebehu





<sup>2</sup> Suma hodnôt Deutsche Mark, francúzskeho franku a ECU a iných EMS sa rok pred zavedením EURa v roku 1999 pohybovala na úrovni 26 percent. Podiel EURa na celkovom obrate dosahoval v období, kedy euro začalo byť používané, len niečo okolo 19 percent.

deviatich rokov t.j. od roku 2000 do konca prvého polroka 2009, dolár stratil iba 0,64% v prospech eura, čo značí zmenu z 47,40% na súčasných 46,76 percent. Euro pritom posilnilo z hodnoty 19,91% v roku 2000 na 23,25% v roku 2008, a to predovšetkým na úkor britskej libry a japonského jenu.

### 1.3 Zhrnutie

Na základe empirických pozorovaní je možné skonštatovať, že americký dolár si v súčasnosti udržiava výsostné postavenie na medzinárodnej finančnej scéne. Toto postavenie je jednak výsledkom historického vývoja a jednak ho možno pripísať vyspelosti amerických finančných trhov.

Vo svojej dominancii je nasledovaný eurom, ktoré vystupuje ako hlavná mena na trhu dlhových nástrojov. Trendy na medzinárodných však do budúcnosti poukazujú na pomalé znižovanie významnosti dolára jednak v prospech eura, ale zároveň možno očakávať aj tendencie zvyšovania dôležitosti iných mien rozvojových krajín.

Analyzovaný segment	Postavenie dolára	Trend
Podiel na devízových rezervách	Líder	
Devízové trhy	Líder	
Trh dlhových nástrojov	2. miesto (za eurom)	
Trh derivátov	Líder	

## 2 Implikácie postavenia amerického dolára ako globálnej meny

### 2.1 Dolár a krajiny operujúce vo fixnom devízovom režime

Aby bolo možné zhodnotiť vplyv dolára na ekonomické premenné v krajinách operujúcich vo fixnom devízovom režime, je potrebné najprv zadefinovať „currency peg“ ako systém devízového režimu v krajine. V anglosaskej literatúre sa pod daným pojmom rozumie taký typ menového režimu, kedy je hodnota domácej meny naviazaná na inú menu, kôš zložený z viacerých mien prípadne na iné meradlo hodnoty, ako napríklad zlato. Jedná sa svojou podstatou o fixný devízový režim.

Medzinárodný menový fond vo svojej štatistike pojednávajúcej o devízových režimoch rozlišuje viacero foriem fixných režimov, ktoré si pre potreby tejto práce zadefinujeme nasledovne (IMF, 2004):

- **devízové dohody bez legálneho tendra (exchange arrangements with no separate legal tender)** – podľa definície: „mena inej krajiny cirkuluje v domácom obehu (formálna dolarizácia) alebo krajina patrí k monetárnej alebo menovej únii, ktorej členovia zdieľajú rovnaký legálny tender. Krajina sa adoptovaním takéhoto režimu vzdáva kontroly nad domácou menovou politikou.“
- **menová rada (currency board arrangements)**, pod ktorou sa rozumie „monetárny režim založený na explicitnom legislatívnom záväzku domácej meny voči špecifikovanej zahraničnej mene o fixnom výmennom kurze, kombinovanom s obmedzeniami zo strany zaväzujúcej sa autority zaistiť splnenie svojich legálnych záväzkov. To implikuje, že domáca mena bude emitovaná voči zahraničnej mene a bude plne založená zahraničnými aktívami, čím je eliminovaná tradičná funkcia centrálnej banky, ako je monetárna kontrola a veriteľ poslednej inštancie (...)“
- **ostatné konvenčné fixne viazané dohody (other conventional fixed peg arrangements)** – označuje menej striktnú formu fixácie domácej meny na zahraničnú a jedná sa o systém, v ktorom: „krajina (formálne alebo de facto) fixne naviaže svoju menu na inú menu alebo kôš mien, kde kôš je tvorený z mien hlavných obchodných alebo finančných partnerov a váha reflektuje geografické členenie obchodu, služieb a kapitálových tokov (...)“
- **fixný výmenný režim v rámci horizontálneho pásma (pegged exchange rates within horizontal bands)** – mena krajiny je naviazaná na vopred určenú menovú kotvu, pričom „hodnota meny je udržiavaná v rámci určitého pásma fluktuácie voči tejto kotve v hodnote prinajmenšom  $\pm 1$  percento smerom nahor a nadol alebo maximálna a minimálna hodnota povolená v rámci tohto pásma presahuje 2 percentá.
- **plazivý fixný režim (crawling pegs)** – mena je „periodicky upravovaná po malých zmenách na fixnú hranicu alebo ako odpoveď na zmenu vo vybraných kvantitatívnych indikátoroch.“

Pre potreby tejto práce ponecháme zaužívané označenie v anglosaskej literatúre currency peg, prípadne ho v texte nahradíme pojmom fixný devízový režim. Pod pojem currency peg budú v našom ponímaní spadať devízové režimy krajín nachádzajúcich sa predovšetkým v posledných troch menovaných devízových režimoch. Podľa bývalého prezidenta FED New York, W.J. McDonougha (1996): „Fixácia hodnoty domácej meny na menu krajiny s nízkou infláciou je jedným z prístupov, ktorý využívajú centrálné banky s cieľom udržať cenovú stabilitu. Výhoda currency pegu je jeho prehľadnosť a jasnosť, čo ho robí jednoduchým na porozumenie aj pre verejnosť. V skutočnosti sú centrálné banky zaviazané limitovať množstvo peňazí v domácej ekonomike na úrovni porovnateľnej s tou krajinou, voči ktorej je domáca mena fixovaná. Pokiaľ je udržaná kredibilita, tento režim môže znižovať inflačné očakávania na úroveň zodpovedajúcu cieľovej krajiny. Skúsenosti s týmto režimom však poukazujú na množstvo nedostatkov. Krajina, ktorá fixuje svoju menu sa zároveň vzdáva kontroly nad domácou monetárnou politikou.“

Tieto typy systémov menového kurzu sú vhodné predovšetkým pre malé krajiny s vysokým podielom zahraničného obchodu na domácom HDP. Keďže sa pri tomto

type režimu krajina de facto vzdáva svojej monetárnej politiky, je potrebné, aby mena cieľovanej krajiny bola stabilná s dobrou možnosťou predikcie monetárnej politiky krajiny, na menu ktorej je domáca mena fixovaná. Jedným z hlavných dôvodov zavádzania týchto systémov menových kurzov je možnosť obmedzenia výkyvov na devízových trhoch, ktoré sprevádzajú variabilné devízové režimy. Zároveň, ak je mena naviazaná na stabilnú zahraničnú menu, je možné dosiahnuť zníženie vyšších inflačných očakávaní, čím sa vytvára priaznivé prostredie na boj proti inflácii.

Tento režim sa však môže stať aj nástrojom na podhodnocovanie svojej domácej meny na zahraničných trhoch a zlacňovanie svojho vývozu, čo niektoré rozvíjajúce sa krajiny využívajú pri podpore svojho na exporte založeného rastu. Hlavnou úlohou monetárnej politiky vykonávanej v domácej krajine sa tak stáva politika udržania fixného menového kurzu, ktorého hodnota je naviazaná na hodnotu meny cieľovej krajiny a mení sa v závislosti od vývoja kurzu zahraničnej meny. Za týmto účelom centrálna banka intervenuje v prospech alebo proti hodnote domácej meny nákupom alebo predajom zahraničnej meny, voči ktorej je domáca mena fixovaná, čo vyžaduje držbu vyššieho objemu devízových rezerv ako je tomu v krajinách s plávajúcim kurzom.

Tlak na vyšší objem devízových rezerv vytvára aj potreba vyrovnávania schodkov obchodnej bilancie prostredníctvom devízových nákupov a predajov a nie prostredníctvom devízového kurzu. V prípade režimu plávajúcich kurzov, deficit obchodnej bilancie značí vyšší objem dovozu ako vývozu, čo znamená vyšší dopyt po zahraničnej mene, ktorý následne vedie ku znehodnoteniu domácej meny. V prípade fixného kurzu takéto znehodnotenie nemôže nastať z dôvodu potreby fixácie kurzu, vyrovnanie nerovnováhy na devízovom trhu, musí teda nastať prostredníctvom devízových intervencií.

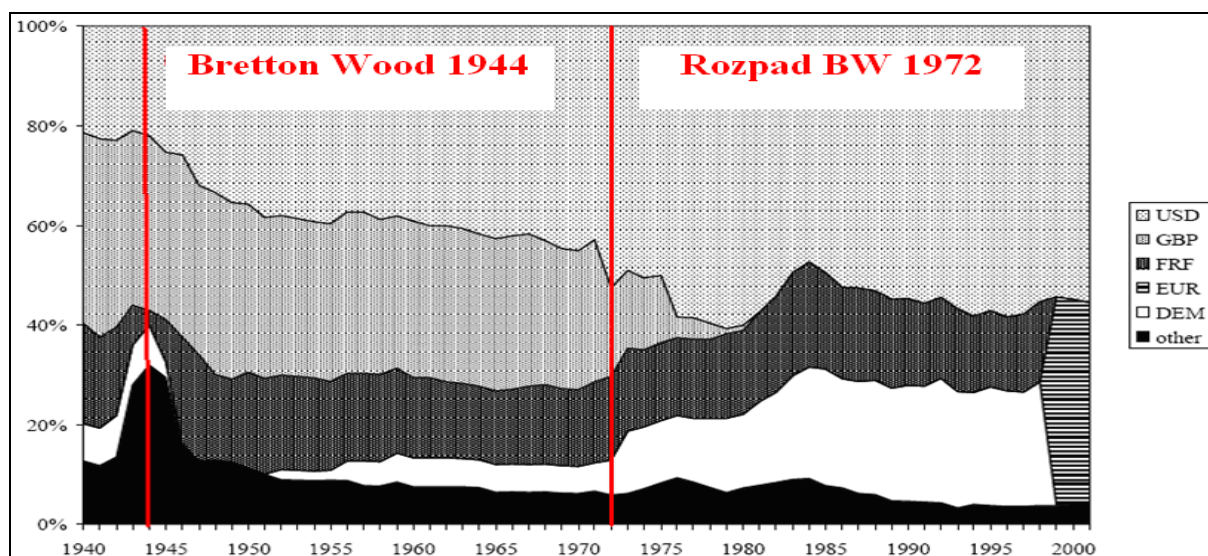
USD ako svetová mena sa v minulosti stala svetovo dominantnou menou, voči ktorej sa jednotlivé krajiny najčastejšie fixovali. Tento fakt bol spôsobený celkovou dominanciou USA v medzinárodnom obchode čiastočne vyplývajúcej z výsostného postavenie dolára počas trvania systému Bretton-Wood až do jeho rozpadu v 70tych rokoch. Ako možno pozorovať na Grafe 9, pri vytvorení Bretton-Woodskeho menového systému iba 20 percent fixných menových režimov bolo fixovaných voči doláru, pričom dominantné postavenie v tomto období mala anglická libra, čo odzrkadľovalo postavenie Veľkej Británie ako dominantnej svetovej veľmoci a spájalo sa s jej koloniálnou minulosťou. Na konci trvania Bretton-Woodskeho systému sa tento stav výrazne zmenil, keď až polovica všetkých fixných menových režimov bola naviazaná na americký dolár, o zvyšok sa delil francúzsky frank<sup>3</sup> s nastupujúcou dominanciou nemeckej marky. Popularita amerického dolára ako cieľovej meny bola viditeľná hlavne v rozvíjajúcich sa krajinách.

---

<sup>3</sup> Tento fakt bol spôsobený zánikom kolonializmu v Afrike, pričom bývalé francúzske kolónie si ponechali francúzsky frank ako domácu menu, prípadne naviazali svoje meny na frank.

## Graf 9

### Podiel jednotlivých fixných devízových režimov v závislosti od menovej kotvy (v percentách)



Zdroj: Meissner, Ch. – Oomes, N. (2004)

Po rozpade východného bloku sa väčšina tranzitívnych krajín rozhodla pre vstúpenie do fixného menového systému, pričom svoje meny naviazali buď na americký dolár (jednalo sa o krajiny bývalého Sovietskeho zväzu) alebo na nemeckú marku resp. euro (krajiny Strednej a Východnej Európy). Americký dolár si tak aj po rozpade BW a neskôr v 90tych rokoch ponechal svetovú dominanciu v zmysle cieľovej meny pri fixných výmenných režimoch.

Podľa štatistík každoročne zverejňovaných MMF sa ku 31. aprílu 2008 (IMF, 2008) v jednom z vyššie definovaných režimov, ktorých meny sú naviazané na americký dolár, nachádza 53 zo 192 reportujúcich krajín, čiže niečo menej ako 28 percent. Jedná sa pritom predovšetkým o pomerne malé krajiny z Karibskej oblasti, ktorých hlavným zdrojom tvorby HDP je cestovný ruch, resp. krajiny exportujúce ropu (štáty z oblasti Blízkeho Východu ako Spojené arabské emiráty, Saudská Arábia, Katar, Omán alebo Venezuela).

#### 2.1.1 Náročnosť na devízové rezervy

Ako sme uviedli v predchádzajúcom texte, krajiny, ktoré prijali fixné menové režimy a naviazali svoju menu na inú menu resp. kôš iných mien, čiastočne alebo úplne strácajú kontrolu nad menovou politikou.

V prípade, že mena, na ktorú sú krajiny naviazané, stráca svoju stabilitu a podlieha turbulenciám na kapitálových trhoch, ekonomiky domácich krajín sú touto fluktuáciou zasiahnuté rovnako ako cieľová krajina.

Krajiny nachádzajúce sa vo fixnom menovom režime naviažu svoje meny na menu inej krajiny, v dôsledku čoho sa ďalšie menové kurzy voči tretím krajinám prepočítavajú prostredníctvom krížových kurzov, pričom základ tvorí fixný kurz domácej meny ku cieľovej mene<sup>4</sup>. V prípade, že sa kurz cieľovej meny mení v čase a kurz domáca mena/cieľová mena ostáva fixný, t.j. nedochádza k oficiálnej devalvácii resp. revalvácii, avšak dochádza k podhodnoteniu resp. nadhodnoteniu skutočnej hodnoty domácej meny.

### **2.1.2 Saldo bežného účtu platobnej bilancie**

Na vývoj devízového kurzu má vplyv aj saldo platobnej bilancie. Aktívne saldo platobnej bilancie vytvára tlaky na apreciáciu meny, keďže do ekonomiky prúdi zo zahraničia viac finančných prostriedkov, čo zvyšuje dopyt po domácej mene. Naopak pasívne saldo pôsobí negatívne na kurz domácej meny, keď do zahraničia plynie viac finančných prostriedkov ako do tuzemska, čo má za následok zvyšovanie dopytu po zahraničných menách a znižovanie dopytu po domácej mene.

**Saldo bežného účtu + Saldo Kapitálového a finančného účtu**

**+ Chyby a omyly = Rezervné aktíva**

V prípade platnosti rovnice rovnováhy platobnej bilancie pre výpočet salda celkovej platobnej bilancie musí byť saldo bežného účtu vyrovnávané prostredníctvom salda kapitálového a finančného účtu alebo prostredníctvom rezervných aktív. V prípade fixného kurzu sa tak jednu z hlavných úloh centrálnej banky stáva zaistenie vyrovnanosti platobnej bilancie prostredníctvom zmien v položke rezervných aktív.

### **2.1.3 Inflačné tendencie a fixný režim**

Ako sme uviedli na začiatku tejto kapitoly, krajiny používajúce fixný menový režim naviazaný na inú menu, resp. kôš mien sa buď čiastočne alebo úplne vzdávajú schopnosti vykonávať menovú politiku. Prípadné oslabenie dolára ako cieľovej meny má za následok zvýšený tlak na cenovú hladinu spojený s očakávanými inflačnými tendenciami.

Vplyv zmeny devízového kurzu na cenovú hladinu v domácej krajine vyjadruje tzv. exchange rate pass-through effect. Konkrétne sa jedná sa o percentuálnu zmenu v importných (alebo exportných) cenách pri percentuálnej zmene výmenného kurzu, prípadne sa často vyskytuje definícia označujúca ERPT efekt ako percentuálnu zmenu v indexe spotrebiteľských cien pri percentuálnej zmene výmenného kurzu. Zmena vo výmennom kurze tak spôsobí zmeny v miere inflácie resp. deflácie, pričom slovami Frederika S. Mishkina (2008) „klesajúca hodnota meny je preliata na importné ceny (oslabenie meny spôsobí, že tuzemci si za svoju menu budú môcť dovoliť kúpiť menej

<sup>4</sup> V systéme ERM II, ktorý tvorí akúsi predprípravnú fázu na zavedenie eura v domácej mene a pripojení sa k menovej únii sa používa systém tzv. triangulácie prostredníctvom eura. V prípade prepočtu kurzu jednej participujúcej meny na inú sa musí vždy najprv urobiť jeden medzikrok a to prepočet prvej meny cez euro a následne ďalší prepočet pre vyjadrenie hodnoty druhej meny.



zahraničných tovarov, pretože cena importu vzrastie, pozn. autora) a následne na celkové spotrebiteľské ceny.“

Jedným zo spôsobov zachytenia vývoja ERPT je vyčíslenie tzv. NEER ukazovateľa, ktorého hodnota a hodnota ďalších faktorov pôsobiacich na zmenu cenovej hladiny, sa podrobí korelačnej analýze.

NEER, resp. nominálny efektívny výmenný kurz, ukazuje zhodnotenie resp. znehodnotenie národnej meny voči košu vybraných mien pre určité obdobie porovnávané s základným obdobím. Pri výpočte tohto ukazovateľa sa najčastejšie vychádza z metódy založenej na geometrickom priemere nominálnych výmenných kurzov, pričom sa berie do úvahy podiel najväčších zahraničných obchodných partnerov na celkovej výške importu resp. exportu domácej krajiny. V prípade hodnoty vyššej ako 100 t.j. hodnoty základného obdobia, v krajine dochádza k celkovému zhodnoteniu menového kurzu oproti menám zahraničných obchodných partnerov za sledované obdobie.

Pri vyčíslňovaní ERPT sa niekedy využíva priamy výpočet pomocou ukazovateľa NEER upraveného o vývoj cenovej hladiny v domácej krajine a u hlavných obchodných partnerov.

REER t.j. reálny efektívny výmenný kurz, predstavuje cenovo upravený ukazovateľ NEER a je jedným z indikátorov konkurencieschopnosti danej krajiny. Vo všeobecnosti vyjadruje rozličné úrovne relatívnych cien alebo nákladov vyjadrených v určitej mene. Z tohto hľadiska, hodnota REER nad 100 značí zostupný trend vývoja konkurencieschopnosti krajiny porovnaný s základným obdobím, naopak hodnota REER pod 100 značí vzostupný trend vývoja konkurencieschopnosti krajiny v porovnaní s základným obdobím.

Na výpočet REER sa používa vážený geometrický priemer pomeru indexu nominálneho menového kurzu k cenovému diferenciálu, pričom sa berie do úvahy váha podielov zahraničných obchodných partnerov na celkovom obchodnom obrate domácej krajiny.

#### **2.1.4 Zhrnutie - Implikácie fixného devízového režimu na ekonomické premenné**

Z predchádzajúceho textu je možné vyvodiť nasledujúce charakteristiky a fixného devízového režimu, pri ktorom je cieľovou menou USD:

- apreciacia (resp. deprecia) cieľovej meny, v našom prípade dolára, má za následok znižovanie (resp. zvyšovanie) devízových rezerv s cieľom udržania fixného menového kurzu,
- apreciacia (resp. deprecia) cieľovej meny vplýva prostredníctvom mechanizmu ERPT na cenovú hladinu v domácej krajine, konkrétne so sebou prináša deflačné (resp. inflačné) tendencie,

- v prípade krajín s dosahovanými vysokými prebytkami salda bežného účtu platobnej bilancie, ktorý nie je vyrovnávaný deficitom finančného a kapitálového účtu, fixný kurz umožňuje udržiavanie miery podhodnotenia domácej meny voči zahraničným menám – táto situácia zvyšuje konkurencieschopnosť ekonomiky a umožňuje ďalšiu kumuláciu prebytkov bežného účtu zvyšovaním objemu podhodnoteného exportu,
- v prípade krajín s výraznými deficitmi salda bežného účtu spojeného s potrebou udržiavania fixného kurzu znižovaním devízových rezerv, tento režim prináša reálne nadhodnotenie domácej fixovanej meny – konkurencieschopnosť krajiny je narušená a dochádza k kumulovaniu deficitov bežného účtu. V prípade nedostatočnej výšky devízových rezerv v krajine môže v krajnom prípade hroziť menová kríza. Túto nerovnováhu v platobnej bilancii je zároveň potrebné vyrovnávať pomocou prebytkov dosahovaných na finančnom a kapitálovom účte, v prípade voľného toku kapitálu ale centrálnej banke nie je ponechaná možnosť ovplyvňovania dosahovaného prebytku/deficitu. V prípade náhleho odlivu kapitálu je tak markantný ešte väčší tlak na znižovanie už aj tak vyčerpaných devízových rezerv.

## **2.2 Empirická analýza s použitím štatistických údajov Saudskej Arábie**

Vyššie uvedené teoretické poznatky sme sa rozhodli demonštrovať na príklade Saudskej Arábie. Podľa údajov MMF sa Saudská Arábia radí do skupiny krajín operujúcich vo fixnom devízovom režime. Oficiálnou menou Saudskej Arábie je saudskoarabský rial, ktorého hodnota je pevne zafixovaná voči americkému doláru a v roku 2010 sa nachádza na úrovni 3,7500 rialu za jeden dolár.

Kurzy voči ostatným menám sa prepočítavajú cez krížovú väzbu pomocou pevne stanoveného kurzu USD/SAR. V tomto prípade sa napríklad kurz GBP/SAR určuje takzvaným krížovým pravidlom ako súčin kurzu USD/SAR a kurzu GBP/USD, zanedbajúc rozlišovanie na kurz nákup a predaj. Ďalšie menové páry obsahujúce SAR sa prepočítavajú rovnakým spôsobom.

V prípade, že sa mení kurz tretej meny a USD t.j. USD oslabuje alebo posilňuje, táto situácia má rovnako vplyv aj na kurz SAR voči tretej mene, vzhľadom na to, že kurz USD/SAR ostáva fixný. Bez ohľadu na skutočnú silu saudskoarabského rialu tak dochádza k zmenám kurzu rialu voči ostatným menám len pod vplyvom rozličného vývoja kurzu USD. Táto situácia je markantná predovšetkým počas turbulentných období, ako tomu bolo počas finančnej krízy od roku 2007.

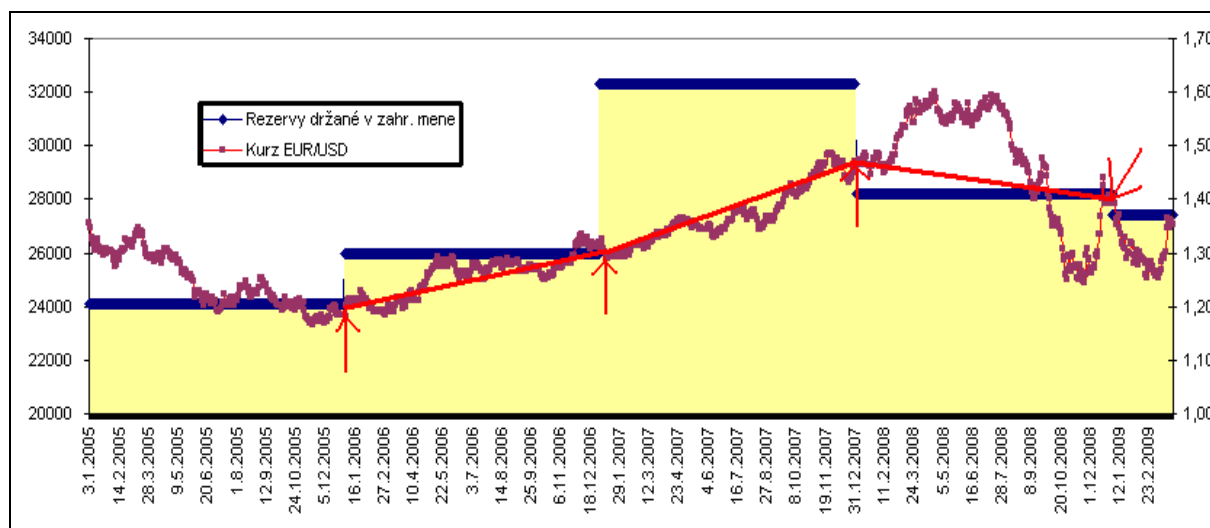
Saudská Arábia v sledovanom období (január 2008 – október 2010) rial nedevalvovala, čo značí, že z dôvodu udržania fixnej hranice výmenného kurzu na úrovni 3,750, musela na devízovom trhu nakupovať dolár do svojich devízových zásob a predávať saudskoarabský rial. Ak by sa totiž mena nachádzala vo variabilnom režime, oslabovanie dolára na svetovom trhu by znamenalo znižovanie kurzu USD/SAR pod úroveň 3,750, a teda apreciáciu rialu voči USD. Na to, aby bolo týmto

tlakom zabránené, je potrebné umelo znehodnocovať menu domácej krajiny nákupom dolárov do devízových zásob a zvyšovaním ponuky domácej meny na devízovom trhu.

Na Grafe 10 je znázornený vývoj kurzu amerického dolára voči euru za posledné štyri roky a objem devízových rezerv držaných v cudzej mene (nielen americkom dolári). Problematickou skutočnosťou pri porovnávaní daných veličín je spôsob vykazovania objemu devízových rezerv. Tie sú oficiálne vykazované raz ročne, resp. mesačne ku koncu sledovaného obdobia, zatiaľ čo vývoj kurzu je dynamická premenná meniac sa každú minútu podľa ponuky a dopytu na devízovom trhu.

G r a f 1 0

**Porovnanie vývoja menového páru EUR/USD a vývoja zásob devízových rezerv Saudskej Arábie I (v mil. USD)<sup>5</sup>**



Zdroj: Spracované podľa údajov zo Saudi Arabian Monetary Agency

Napriek týmto obmedzeniam a pri zanedbaní ostatných faktorov vplyvajúcich na vývoj devízových rezerv<sup>6</sup> je možné skonštatovať nasledujúce skutočnosti. V roku 2006 prebehlo kontinuálne oslabovanie kurzu dolára, ktoré bolo sprevádzané nárastom rezerv držaných v zahraničnej mene. Ešte silnejšie kontinuálne oslabovanie dolára

<sup>5</sup> Hodnota výmenného kurzu je určená ako uzatváracia cena na konci každého pracovného dňa. Údaje sú uvedené ako stav devízových rezerv ku koncu sledovaného obdobia, v tomto prípade ročnej periódy.

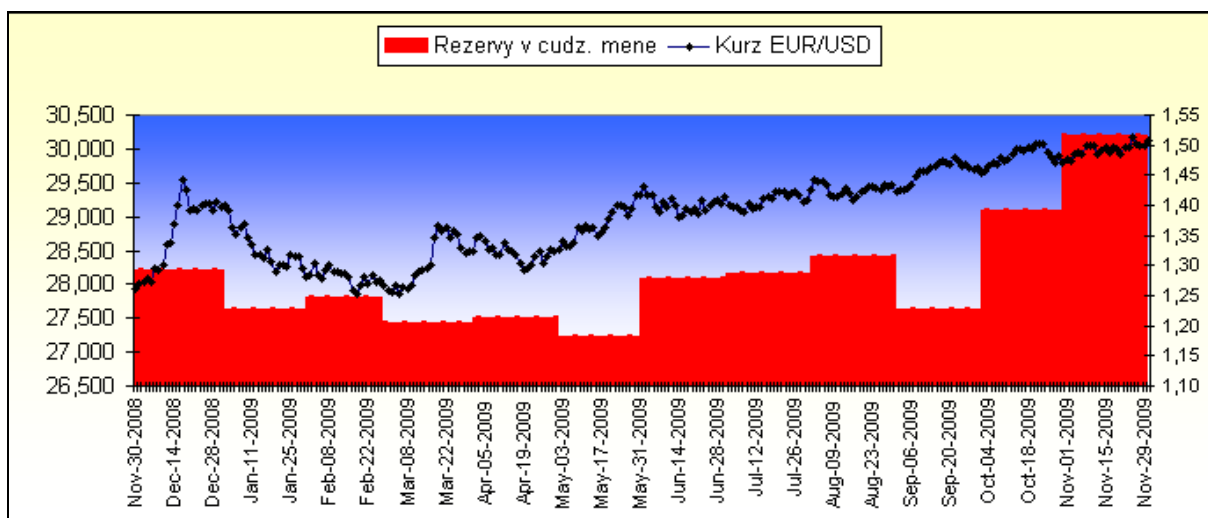
<sup>6</sup> V štatistických údajoch o vývoji devízových rezerv nie je dostupná informácia o zložení devízových rezerv podľa denominácie. Nie je preto možné presne stanoviť, aký vysoký podiel na celkových devízových rezervách má americký dolár. Zároveň je potrebné si uvedomiť, že na vývoj objemu devízových rezerv majú okrem vývoja cieľovej meny vplyv aj viaceré iné premenné (uviesť príklad), ktoré však pre potreby tejto práce neberieme do úvahy.

prebehlo aj v roku 2007, pričom bolo rovnako sprevádzané oveľa výraznejším nárastom rezerv držaných v cudzej mene.

Oproti tomuto trendu rok 2008 nebol vôbec jednoznačný. Silné oslabovanie dolára sa zastavilo v polovici roku 2008 a nasledoval výrazný prepád až na úroveň začiatku roka 2006, ktorý bol nasledovaný rovnako silným oživením.

Graf 11

### Porovnanie vývoja menového páru EUR/USD a devízových rezerv Saudskej Arábie II (v mil. USD)<sup>7</sup>



Zdroj: Spracované podľa údajov zo Saudi Arabian Monetary Agency, a internetovej databázy [www.global-view.com](http://www.global-view.com)

Vývoj v devízových rezervách v mesačnom vyjadrení za minulý rok je možné pozorovať na Grafe 11. V období od konca roku 2008 až do polovici marca 2009 dolár postupne posilňoval, čo sa prejavilo aj v objeme devízových rezerv, ktoré vykazovali klesajúci trend. Od polovici apríla daného roka možno pozorovať postupnú depreciáciu dolára voči euru, ktoré neprestajne pokračovalo až do konca sledovaného obdobia. Objem devízových rezerv nasledoval tento trend približne s trojmesačným oneskorením, kedy prvý podstatný nárast bol spozorovateľný koncom mája 2009, pričom maximálne hodnoty boli dosiahnuté na konci sledovaného obdobia.

Tieto empirické pozorovania tak podporujú tézu, že vývoj devízových rezerv štátu je ovplyvnený výmenným kurzom domácej meny.

<sup>7</sup> Hodnota výmenného kurzu je určená ako uzatváracia cena na konci každého pracovného dňa. Údaje sú uvedené ako stav devízových rezerv ku koncu sledovaného obdobia, v tomto prípade mesačnej periódy.

### 2.2.1 Vývoj platobnej bilancie Saudskej Arábie

Čo sa týka vývoja objemu čistého exportu, Saudská Arábia v sledovaných rokoch 2005 – 2008 dosahovala vysoké prebytky na bežnom účte. V nasledujúcej tabuľke je možné vidieť vývoj tohto ukazovateľa za udané obdobie.

Tabuľka 2

#### Platobná bilancia Saudskej Arábie za obdobie 2005-2008 (v mld. rialov)

	2005	2006	2007	2008
Export tovarov (vrátane exportu ropy + iných exportov)	676 481	790 738	874 010	1 174 938
Import tovarov	201 608	236 360	305 576	377 411
<b>Čistý export tovarov*</b>	<b>472 571</b>	<b>551 979</b>	<b>564 869</b>	<b>794 973</b>
<b>Čistý export služieb</b>	<b>-81,351</b>	<b>-132,494</b>	<b>-174 984</b>	<b>-243,607</b>
<b>Čistý export</b>	<b>391 220</b>	<b>419 484</b>	<b>389 885</b>	<b>551 366</b>
Kompenzácia zamestnancov	-1 891	-2 095	-2 163	-2 003
Príjem z investícií	3 509	16 457	26 133	39 606
<b>Výnosy</b>	<b>1 618</b>	<b>14 362</b>	<b>23 970</b>	<b>37 603</b>
Vládne transfery	-2 930	-4 380	-3 657	-6 824
Transfery iných sektorov	-52 444	-58 464	-60 213	-79 470
<b>Bežné transfery</b>	<b>-55 374</b>	<b>-62 844</b>	<b>-63 870</b>	<b>-86 294</b>
<b>Saldo bežného účtu</b>	<b>337 463</b>	<b>371 003</b>	<b>349 985</b>	<b>502 674</b>
Priame investície	46 677	68 744	91 700	71 208
Portfóliové investície	10 330	-22 104	3 492	15 528
Iné investície	-19 323	-46 791	-57 927	6 455
<b>Saldo kapitálového a finančného účtu</b>	<b>37 684</b>	<b>-151</b>	<b>37 265</b>	<b>93 191</b>
<b>Chyby a omyly</b>	<b>-124 261</b>	<b>-73 272</b>	<b>-57 862</b>	<b>-57 874</b>
<b>Celková bilancia</b>	<b>250 887</b>	<b>297 580</b>	<b>329 389</b>	<b>537 991</b>
Rezervné aktíva	-250 887	-297 580	-329 389	-537 991

Zdroj: Vlastné výpočty podľa údajov Saudi Arabian Monetary Agency

Tieto prebytky boli z majoritnej časti tvorené obrovským objemom čistého exportu tovarov. Pri vysokých hodnotách čistého exportu by v režime plávajúceho kurzu dochádzalo k tlakom na posilňovanie meny pod vplyvom zvyšujúceho sa dopytu po domácej mene. V režime fixných výmenných kurzov však toto automatické vyrovnanie nenastáva<sup>8</sup>, čo má za následok nutnosť zvyšovania devízových rezerv na úkor zvyšovania ponuky domácej meny s cieľom vyrovnania prebytku bežného účtu.

<sup>8</sup> Podľa ekonomickej teórie vyrovnanie v takomto prípade môže nastať prostredníctvom cien, dôchodkov alebo cez monetárny kanál. Pre potreby tejto práce sa však poslednými dvoma faktormi

Pri pohľade na údaje uvedené v Tabuľke 2, je možné skonštatovať, že objem rezervných aktív rástol<sup>9</sup> v súlade s nárastom čistého exportu, pričom najväčšie prírastky v tejto kategórii boli zaznamenané v kategórii Iné rezervné aktíva.

Z údajov dostupných pre štruktúrne zloženie rezervných aktív (Tabuľka 3) je možné vypočítavať, že samotné devízové rezervy rástli v troch po sebe sledovaných rokoch, v roku 2007 bolo pritom zaznamenané trojnásobné zvýšenie rezerv oproti predchádzajúcemu roku. V roku 2008 nastal odliv devízových prostriedkov, čo je v súlade s vyvodeniami, ktoré sme prezentovali v tejto práci v časti pojednávajúcej o posilňovaní dolára na konci roka 2008.

Kategória Iné rezervné aktíva tvorila podstatnú časť rezervných aktív. Podľa definície MMF, pod položkou Iné rezervné aktíva chápeme „reziduálnu kategóriu pokrývajúcu nároky, ktoré nie sú zahrnuté v predchádzajúcich kategóriách a môže pozostávať z rezervných aktív vo forme meny, depozitov alebo cenných papierov.“ (IMF, 1993) Dodáme, že sa jedná o nároky subjektov, ktoré vlastní vládne nemonetárne subjekty alebo aktíva, ktoré sú vlastnené bankami a subjektmi pod kontrolou monetárnej autority.

T a b u ľ k a 3

### Štruktúra rezervných aktív Saudskej Arábie (2005-2009)<sup>10</sup>

	2005	2006	2007	2008	2009
4 . Rezervné aktíva	-250 887,0	-265 926,6	-299 395,2	-513 843,4	122 084,3
4 . 1. Monetárne zlato	71,0	0,0	0,0	-867,0	0,0
4 . 2. SDR	-116,0	-339,0	-305,0	-52,3	-38 223,8
4 . 3. Rezervná pozícia v MMF	5 974,0	3 727,0	680,0	-2 448,0	-2 374,0
4 . 4. Iné rezervné aktíva	-253 812,0	-269 314,6	-276 006,2	-525 795,2	162 682,0
4 . 4. 1. Mena a depozity	x	-13 621,0	-134 878,0	-146 787,8	79 977,0
4 . 4. 2. Cenné papiere	x	-255 693,6	-164 892,2	-363 688,4	82 705,0
4 . 5. Devízové rezervy	-3 004,0	-7 114,0	-23 764,0	15 319,0	x

Zdroj: Vlastné výpočty podľa údajov Saudi Arabian Monetary Agency

nebudeme zaoberať, vyrovnávanie prostredníctvom cenovej hladiny bude predmetom analýzy v nasledujúcej podkapitole.

<sup>9</sup> Pri štatistickom vykazovaní v platobnej bilancii záporná hodnota pri rezervných aktívach znamená, že domáca krajina prišla o časť domácej meny výmenou za aktíva denominované v zahraničnej mene. Mínusové znamienko v rokoch 2005 – 2008 tak značí kumuláciu aktív denominovaných z cudzej meny, ktoré boli nakúpené za domácu menu, a teda v našom prípade saúdskoarabský rial.

<sup>10</sup> V štatistických prehľadoch dostupných na stránke Saudi Arabian Monetary Agency je položka Devízové rezervy niekedy vykazovaná ako samostatná kategória a niekedy v štatistikách figuruje iba položka Iné rezervné aktíva bez samostatnej položky Devízové rezervy. Z tohto dôvodu uvádzame v našom prehľade položku Devízové rezervy ako samostatnú kategóriu, pričom jej hodnota bola extrahovaná z položky Iné rezervné aktíva tam, kde to bolo možné.

Bohužiaľ, štatistiky neposkytujú bližšie informácie o zložení tejto kategórie podľa denominácie, preto sa možno len domnievať, koľko z týchto nárokov je držaných v cieľovej mene, a teda v dolári. Každopádne hodnota týchto nárokov vzrástla závratným tempom predovšetkým v roku 2008, čo značí, že príjmy zo vzrastajúceho exportu boli investované do aktív denominovaných v zahraničných menách (keďže aktíva vo forme monetárneho zlata, SDR či vo forme nárokov tvoria zanedbateľnú časť celkových nárokov).

V roku 2009 pritom došlo k zásadnému obratu, ktorý je viditeľný na dvoch položkách – rezervnej pozície v MMF a na iných rezervných aktívach. Saudská Arábia zvýšila svoje nároky voči MMF vo vlastnej mene, čo súvisí so všeobecným navyšovaním kapitálu MMF v súvislosti s finančnou krízou.

Zároveň sa doterajší trend deficitu na položke Rezervných aktív zvrátil a kladná hodnota naznačuje, že v danom roku došlo k sťahovaniu domácej meny výmenou za aktíva držané v zahraničných devízach

### 2.2.2 ERPT efekt v Saudskej Arábii

Existenciu ERPT je možné demonštrovať opäť na príklade Saudskej Arábie. Podľa ekonometrických meraní (Hasan – Alogeel, 2008, s. 18) bola hodnota ERPT pre túto krajinu stanovená na úrovni 0,19, čo znamená, že pri jednopercetnej zmene v NEER (apreciácia) dochádza k 0,19 percentom poklese v cenovej hladine v Saudskej Arábii.

Tabuľka 4

#### Hodnota indexov NEER a REER pre saudskoarabský rial za obdobie rokov 2003-2008 (100 = rok 2000)

Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008
NEER	95,94	91,21	90,60	90,31	86,61	83,95
REER	90,52	84,43	82,27	80,79	78,51	80,27

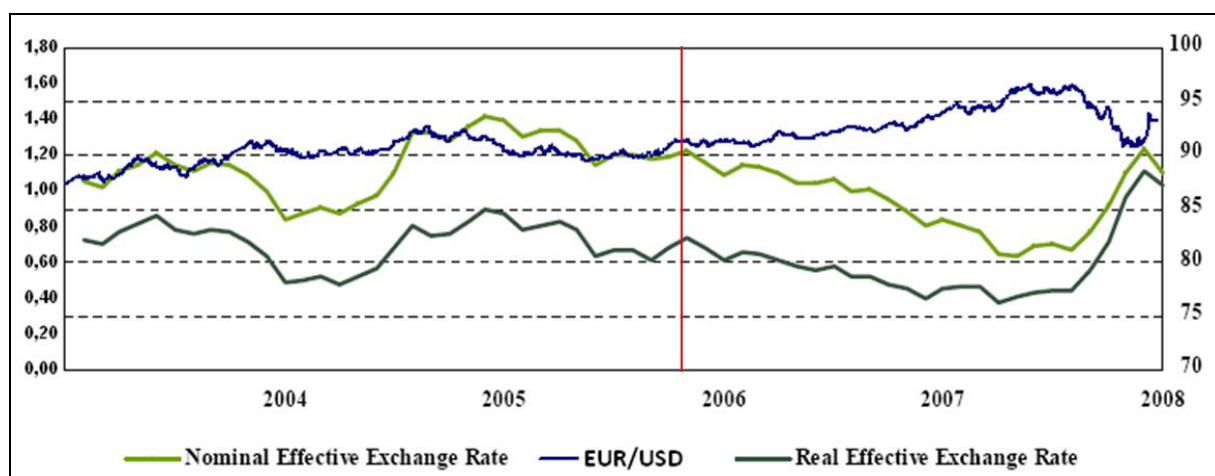
Zdroj: Medzinárodný menový fond

Ako je možné vidieť na údajoch zverejnených Medzinárodným menovým fondom, hodnota NEER pre saudskoarabský rial za posledných šesť rokov vykazovala kontinuálne klesajúce hodnoty. Oproti roku 2000 (základný rok pre porovnanie = 100) tak stav v roku 2008 predstavoval znehodnotenie reálneho výmenného kurzu o niečo vyše 16 percent/percentuálnych bodov. Vzhľadom na to, že domáca mena je fixné naviazaná na americký dolár, depreciácia dolára oproti iným krajinám prispela ku klesajúcej hodnote tohto ukazovateľa a svojim dielom spôsobila inflačné tendencie v krajine.

Ak zoberieme do úvahy vypočítanú hodnotu ERPT pre Saudskú Arábiu na úrovni 0,19, tak depreciačia meny vyjadrená prostredníctvom NEER indexu o 16 percent by mala prispieť k nárastu cenovej hladiny o približne 3 percentá.

Graf 12

**Porovnanie vývoja NEER a REER Saudskej Arábie s vývojom menového páru EUR/USD (ľavá os – hodnoty EUR/USD, pravá os hodnoty NEER a REER)**



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov Saudi Arabian Monetary Agency a MMF

Ukazovateľ REER vyjadrujúci konkurencieschopnosť ekonomiky berie do úvahy vývoj cenovej hladiny v domácej krajine s ohľadom na vývoj cenovej hladiny u obchodných partneroch. Hodnota klesajúceho ukazovateľa vykazovala v období 2003 až 2007 pozitívny trend rastu konkurencieschopnosti, ktorý, bol zapríčinený v určitej miere depreciačiou domácej meny podmienenou depreciačiou dolára. Tento vývoj bol narušený iba v roku 2008, kedy hodnota REER prvýkrát za sledované obdobie stúpila.

Berúc do úvahy vývoj hodnoty kurzu dolára oproti ukazovateľom NEER aj REER uvedených v Grafe 12, od konca roku 2005 je možné pozorovať trend negatívnej korelácie medzi nominálnym výmenným kurzom a oboma ukazovateľmi. Nápadná synchronizácia, ktorá sa vymyká nekorelovanému trendu v rokoch 2004 a 2005 je pozorovateľná predovšetkým koncom roka 2008. V tomto období tak zmeny v hodnotách NEER aj REER možno pripísať predovšetkým zmenám nominálneho výmenného kurzu pod vplyvom celosvetového oslabenia hodnoty dolára.



### **2.3 Krajiny operujúce vo fixnom devízovom režime a deprecácia USD – prípadová štúdia**

Krajiny operujúce vo fixnom menovom režime sa v období posledného desaťročia museli neprestajne vyrovnávať s dôsledkami tejto devízovej politiky naviazanej na vývoj amerického dolára.

V oblasti Blízkeho východu v krajinách exportujúcich ropu sa o zrieknutí sa pegged režimu hovorí takmer so železnou pravidelnosťou podľa toho, ako sa vyvíja cena amerického dolára na devízových trhoch. V máji roku 2007 sa Kuvajt vzdal fixného režimu naviazaného na dolár a prešiel na plávajúci. Guvernér centrálnej banky Spojených arabských emirátov Sultan bin Nasser Al Suwaidi v danom roku takisto poukázal na možnosť zvaženia zmeny naviazania z amerického dolára ako cieľovej meny na kôš viacerých mien (Bloomberg, 2007).

Tieto krajiny zažili aj vďaka oslabovaniu amerického dolára obdobie vysokých inflačných tlakov. Ako príklad môže slúžiť Saudská Arábia, ktorej priemerná miera inflácie za rok 2008 dosiahla takmer 10-percentnú hodnotu. V rámci udržania politiky fixného režimu a synchronizácie menového vývoja s USA však krajiny boli nútené aj napriek prehrievaniu ekonomiky znižovať resp. udržiavať úrokové sadzby na nízkych úrovniach, ktoré v danom období vládli v USA, aj keď v režime plávajúceho menového kurzu by sa v takejto ekonomickej situácii na spomalenie prehriatia hodila skôr reštriktívna menová politika.

Na základe dohody o vytvorení spoločnej menovej únie s jednotnou menou do roku 2010, sa štyri ropné krajiny Blízkeho východu v decembri 2009 (konkrétne Saudská Arábia, Kuvajt, Katar a Bahrajn) zaviazali túto menovú úniu priviesť k životu podľa predpokladaného plánu (Reuters, 2009). Otázkou zostáva devízový režim, ktorý by mal byť zavedený v novovytvorenej únii. Podľa vyjadrení predstaviteľov Gulf Cooperation Councilu však minimálne v prvých fázach projektu ostane naviazanie na dolár zachované, neskôr sa bude zvažovať naviazanie na kôš mien, v ktorom bude americký dolár určite figurovať. Zároveň podľa ekonomického bulletinu Saudsko-Americkéj Bankovej Skupiny možno naviazanie na dolár očakávať pravdepodobne aj pri spoločnej mene (Zaywa, 2009).

Jedným z hlavných predstaviteľov rozvíjajúcich sa ekonomík, ktorých mena bola fixne naviazaná na americký dolár bol aj čínsky juan renminbi. Čína do roku 2005 udržiavala fixný kurz voči doláru na úrovni 8,30 juanov za dolár. Pod vplyvom tlaku zo zahraničia, hlavne americkej vlády, došlo v júni 2005 k oficiálnej zmene devízového režimu z fixného naviazaného na dolár na režim naviazaný na kôš mien umožňujúci postupnú zmenu parity (Barboza - Kahn, 2005). Počas nasledujúcich troch rokov tak došlo k postupnému posilňovaniu čínskej meny o takmer 18%.

Pod vplyvom opatrení čínskej vlády na znižovanie následkov krízy však juan v polovici roku 2009 opäť stratil svoju pružnosť a bol udržiavaný na priemernej úrovni 6,83 juanov za 1 americký dolár až do júna 2010. Čínska vláda tak zjavne

využívala devízovú politiku fixného kurzu pre účely udržania svojho hospodárskeho rastu na úrok svojich obchodných partnerov.

## **2.4 Deficit bežného účtu platobnej bilancie USA a krajiny vo fixnom režime voči doláru**

Americký dolár vďaka svojmu postaveniu svetovej meny vždycky pôsobil nielen na zahraničné obchodné a finančné vzťahy mien naviazaných na dolár, ale predovšetkým na samotnú zahraničnú politiku USA. Túto skutočnosť je možné vypožorovať predovšetkým pri skúmaní vývoja zadlženosti USA voči okolitým ekonomikám v priebehu posledných päťdesiatich rokov. V tejto kapitole sa preto budeme opierať o teoretické východiská opísané v predchádzajúcej kapitole, ktoré dávajú do súvisu fixný režim naviazaný na dolár, saldá bežného účtu platobnej bilancie a vývoj kurzu amerického dolára na devízových trhoch.

Počas existencie Bretton-Wood systému počas 50tych a 60tych rokov sa do popredia dostala teória amerického ekonóma Triffina, ktorý zdôvodnil možnosť udržateľnosti daného systému iba v prípade trvalého deficitu platobnej bilancie USA. Pokiaľ sa pozrieme na vývoj bežného účtu platobnej bilancie v danom období, zistíme, že tento účet dosahoval trvalé prebytky, ktoré boli prvýkrát vystriedané deficitmi v období pred rozpadom BW, a to koncom 60tych rokov. Stabilita starého BW sa teda udržiavala prostredníctvom deficitov finančného účtu, čo znamenalo vyšší odliv dlhodobého finančného kapitálu z USA do zahraničia na úkor nižšieho objemu krátkodobého kapitálu plynúceho zo zahraničia do USA.

Táto situácia sa otočila najprv v období 80tych rokov a neskôr USA vstúpilo do obdobia neprestajne rastúceho deficitu bežného účtu platobnej bilancie trvajúceho počnúc rokom 1995 až po rok 2006. Niektorí poprední ekonómovia toto obdobie nazývali aj obdobia Bretton Wood II, keďže americký dolár stále dominoval svetovému hospodárstvu a množstvo mien, predovšetkým rozvojových krajín, sa nachádzalo v pegged režime s devízovou kotvou americkým dolárom.

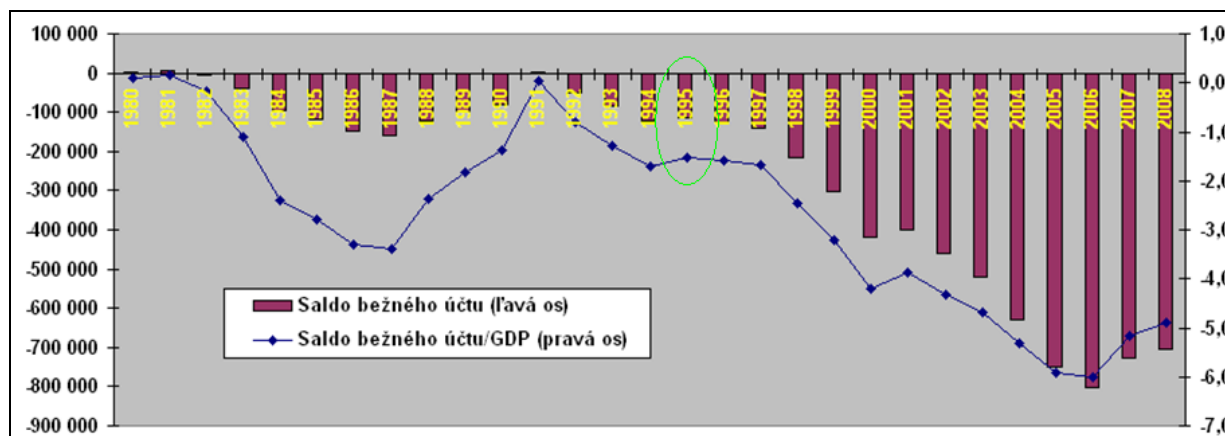
Nie je nepodstatné, že toto obdobie otvára rok 1995, v ktorom Čína oficiálne ohlásila naviazanie svojej meny na americký dolár a začal sa tak vzťah označovaný ako Chimerika (Ferguson – Schularick, 2009). Čínu v tomto období bolo možné zaradiť medzi rozvíjajúce sa krajiny s nedostatočne vyvinutými finančnými trhami. Z tohto hľadiska bolo prijatie fixného režimu naviazaného na jedného z najväčších obchodných partnerov a umožňujúce udržať mieru inflácie na požadovanej úrovni racionálny krok.

Rovnako tomu bolo aj u ostatných rozvojových krajín, ktoré svoju menu fixovali voči menovej kotve a zaviazali sa tak orientovať svoju menovú politiku na udržanie

inflácie. Väčšina týchto rozvíjajúcich sa krajín pritom patrila medzi krajiny, ktoré svoj rozvoj založili na exportnej politike lacnej pracovnej sily.<sup>11</sup>

Graf 13

**Vývoj salda bežného účtu USA v súvislosti vývojom indexu salda bežného účtu/GDP (v mil. USD, v bežných cenách)**



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov Bureau of Economic Analysis

USA sa ako najsilnejšia ekonomika tých čias stalo výhodným trhom pre umiestnenie lacného exportu z rozvíjajúcich sa krajín, ktorý tlačil na zvyšujúci sa deficit bežného účtu a bol vyrovnávaný prebytkami na finančnom a kapitálovom účte.

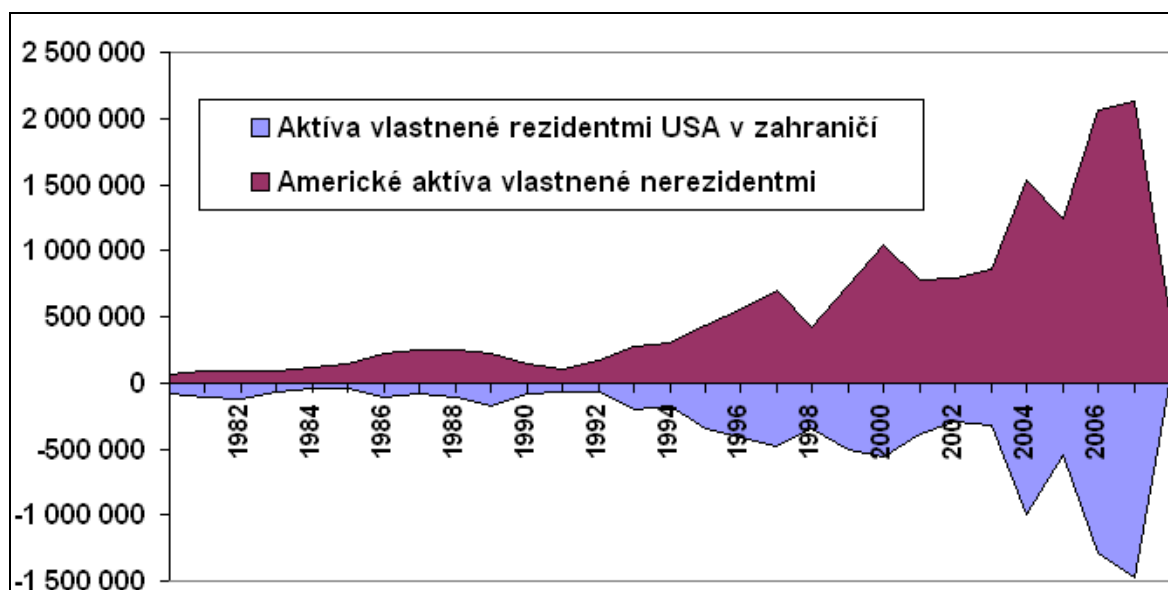
Na rozdiel od situácie v Bretton-Woodskom systéme, kedy USA dosahovalo prebytky na bežnom účte a deficit na finančnom účte, sa tak situácia v BW II obrátila.

Ako sme demonštrovali v predchádzajúcej kapitole, v prípade kladného salda bežného účtu platobnej bilancie u rozvíjajúcich sa krajín s fixným režimom dochádza ku kumulácii kapitálu vo vnútri ekonomiky vyjadreného prostredníctvom devízových rezerv. V prípade málo rozvinutých kapitálových trhov a nedostatku investičných príležitostí spojených s vysokou mierou úspor, ako tomu bolo aj v prípade Číny, sú domáci investori nútení hľadať vyššie výnosy mimo hraníc svojej krajiny. USA ako prípad krajiny s takmer neobmedzenou ponukou finančných nástrojov tak ponúkalo investorom z krajín s výraznou akumuláciou kapitálu vhodné miesto na investovanie ich prostriedkov.

<sup>11</sup> Táto politika zodpovedá ekonomickej teórii, ktorá exportne založený rast preferuje pred rastom založeným na vnútornej výrobe substituujúcej export. Podľa štúdie IBRD, rast HDP v exportne založených krajinách bol v priemernej výške 5,9%, zatiaľ čo v krajinách orientujúcich sa na vnútorný trh to bolo -0,1% za obdobie rokov 1973 – 1985.

Graf 14

**Porovnanie aktív vlastnených rezidentmi USA v zahraničí a amerických aktív vlastnených nerezidentmi (mil. USD)**



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov Bureau of Economic Analysis

Prebytky kapitálu a úspor z rozvíjajúcich sa krajín boli preto zdrojom „úverovania“ americkej ekonomiky, pričom tieto prebytky boli konvertované na doláre a držané v aktívach denominovaných v dolároch. USA si tak mohlo dovoliť viesť tak vysoký deficit bežného účtu vďaka „privilégiu možnosti vlastniť svoj vlastný dlh v domácej mene a získavať platby zo zahraničných aktív vlastnených americkými vlastníkmi v mene veriteľa. Zároveň kontinuálna depreciačia dolára znižovala bremeno deficitu a zvyšovala čisté bohatstvo USA.“ (De Lima et al., 2007)

Vďaka tomuto vývoju v období na prelome 20-teho storočia si dolár ponechal výsostné postavenie ako svetová mena. Vyššie uvedené skutočnosti sa pritom kumulujú s faktom, že v období do roku 2007 „výnosnosť zahraničných aktív vlastnených americkými subjektmi podstatne prevýšila výnosnosť amerických aktív držaných nerezidentmi“ (Milesi – Ferretti, 2008). Berúc do úvahy depreciaciu dolára (ktorá znižovala hodnotu dlhu denominovaného v amerických dolároch), táto situácia umožňovala americkému hospodárstvu dosahovať udržateľné prebytky externej pozície USA a zvyšovať svoje čisté bohatstvo.

Zároveň vzhľadom na to, že USA poskytovalo najlepšie možnosti investovania prebytkov rozvojových krajín vďaka svojim sofistikovaným finančným trhom a prebytkové krajiny držali svoje rezervy v americkom dolári (keďže USA bolo ich majoritným obchodným partnerom), ani permanentné oslabovanie dolára nezabránilo investorom nakupovať a predávať finančné nástroje denominované v amerických dolároch.

Platil teda vzťah, že pokiaľ bolo USA schopné zabezpečiť výnosy na dostatočnej úrovni, ktoré vykompenzovali straty z oslabenia dolára a neboli ohrozené inflačnými tendenciami, veritelia amerického hospodárstva financovali deficity jeho bežného účtu. Zároveň sa investície do vládnych dlhopisov považovali za aktíva s takmer nulovým rizikom nesplatenia<sup>12</sup>, čo znamenalo bezrizikové uloženie voľných finančných prostriedkov.

Možno teda veľmi zjednodušene skonštatovať, že rozvíjajúce sa krajiny vo fixnom režime akceptovali svoju rolu investorov a podporovateľov deficitu bežného účtu platobnej bilancie USA, akceptovali zároveň aj depreciáciu dolára, ktorá znižovala ich výnosy z držaných amerických aktív, výmenou za podporu vlastného rastu založeného na exporte predovšetkým do USA.

Ako je viditeľné z Grafu 15, depreciácia amerického dolára bola od roku 2001 sprevádzaná podstatným nárastom deficitu bežného účtu platobnej bilancie. Ceteris paribus, táto situácia je v súlade s predpokladmi ekonomickej teórie, ktoré stanovujú, že v prípade zvýšeného importu dopyt po domácej mene klesá a vzrastá dopyt po zahraničných menách. Táto nerovnováha by však v dlhodobom horizonte, operujúc vo variabilnom devízovom režime, mala byť vyrovnávaná prostredníctvom lacnejšieho exportu.

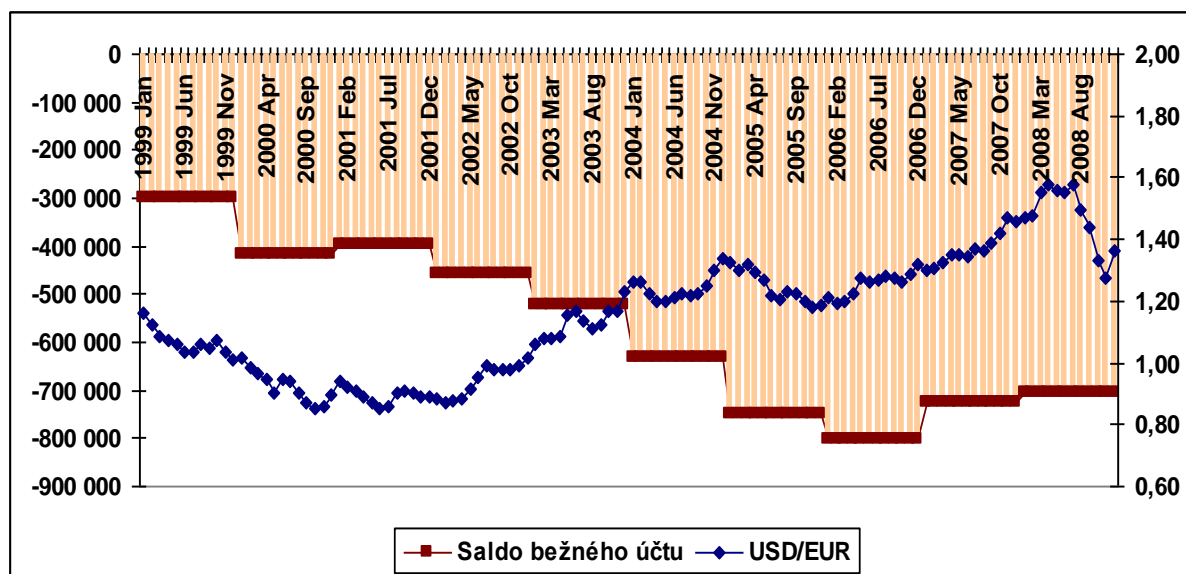
V prípade fixného kurzu jedného z obchodných partnerov však nedochádza k vyrovnaniu prostredníctvom devízového kurzu, ale vyrovnanie u jedného z partnerov by malo nastať prostredníctvom cenového (t.j. zmena v cenovej hladine domácej krajiny), dôchodkového (t.j. zmena v celkovom dôchodku krajiny) alebo monetárneho kanála (t.j. zmena peňažnej zásoby). Táto nerovnováha tak vyústi do situácie, kedy má krajina vo fixnom režime vysoké prebytky bežného účtu a deficitu finančného a kapitálového účtu, pričom to všetko pôsobí inflačne na cenovú hladinu – dochádza k vyrovnaniu nerovnováhy prostredníctvom cenového a monetárneho kanála tlakmi na cenovú hladinu, zatiaľ čo krajina vo variabilnom režime dosahuje deficit bežnej bilancie a prebytky finančného účtu, čo naopak vyvoláva kurzové vyrovnávanie tlačiacie na depreciáciu meny.

---

<sup>12</sup> Keďže tieto aktíva sú denominované v amerických dolároch a USA nikdy nemôže mať nedostatok amerických dolárov na nesplatenie záväzkov, vzhľadom na to, že v prípade potreby môže FED dlhopisy skúpiť od zahraničných veriteľov výmenou za „natlačené“ doláre, riziko nesplatenia je prakticky nulové. Otáznou ale ostáva samotná dolárová hodnota takto krytého dlhopisu.

Graf 15

**Vývoj kurzu dolára voči euru a zmena deficitu bežného účtu USA za obdobie rokov 1999 – 2008 (mil. USD)**



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov Bureau of Economic Analysis a MMF

Túto situáciu je možné čiastočne aplikovať na vzťah USA-Čína, kedy bolo skutočne možné pozorovať kontinuálne oslabovanie výmenného kurzu dolára počas obdobia rokov 2005 – 2009. Priemerná výška inflácie v Číne sa v tomto období pohybovala na úrovni 3,5 percenta. Je potrebné poznamenať, že čínska úroveň inflácie bola vzhľadom na ich priemerný ročný rast HDP okolo 16 percent viac ako priaznivá. Navyše sa počas obdobia rokov 2005 – 2007 držala na stabilnej úrovni okolo 2 percent, s výrazným skokom nahor až v polovici roku 2008, pričom tento nárast možno pripísať predovšetkým na úkor rastu cien energetických zdrojov a potravín.

Z tohto dôvodu je potrebné zdôrazniť, že v prípade Číny nastávalo vyrovnávanie prostredníctvom monetárneho efektu, ktorý sa prejavoval vo zvýšenej miere tvorby úspor na národnej úrovni. V priebehu rokov 2002 až 2008 došlo podľa údajov Ázijskej rozvojovej banky k nárastu pomeru národných úspor k celkovej hodnote HDP z pôvodných 37% na novú úroveň 45%. Je možné preto predpokladať, že časť prostriedkov získaných z exportu bola ponechaná domácnosťami ako úspory a následne investovaná na zahraničných trhoch.

**2.4.1 Zhrnutie – Vzájomné prepojenie fixného devízového režimu rozvojových krajín na vývoj deficitu bežného účtu USA**

- rozvíjajúcim sa krajinám umožňoval fixný režim exportne založený rast, ktorý bol sprevádzaný kumuláciou kapitálu denominovanom v mene dominantného obchodného partnera. Domáce ekonomiky neboli schopné tieto prebytky absorbovať

z dôvodu chýbajúcich investičných príležitostí, prípadne nedostatočne rozvinutých kapitálových trhov, prípadne bolo pre nich výhodnejšie získané doláre investovať na amerických trhoch. To následne spôsobovalo prebytky finančného účtu a deficit bežného účtu platobnej bilancie USA.

- exportne založený rast v prípade fixného kurzu spôsobuje kumuláciu kapitálu vnútri ekonomiky. V prípade variabilného režimu by skôr alebo neskôr prišlo k apreciacii meny pod vplyvom dopytu po domácej mene, toto vyrovnanie však vo fixnom režime nenastáva. Export smerujúci do jednej krajiny spôsobuje deficit bežného účtu importnej krajiny, čo tlačí spätne na znehodnotenie meny (v našom príklade amerického dolára).

- v krajine s fixným výmenným kurzom nastáva vyrovňovanie prostredníctvom cenového, dôchodkového alebo monetárneho kanála. V prípade dosahovaných prebytkov bežného účtu platobnej bilancie, toto vyrovňovanie tlačí na cenovú hladinu v krajine operujúcej vo fixnom režime. Ak však cieľovaná krajina presadzuje politiku nízkych úrokových sadzieb, krajina s fixným režimom musí prispôbovať monetárnu politiku cieľovanej krajiny a udržiavať tak úrokovú sadzbu na nižšej úrovni, ako by bolo v prípade inflačných tlakov požadované. To prispieva k zvýšeným inflačným očakávaniam.

- prebytky, a teda pôžičky subjektom americkej ekonomike, boli denominované v amerických dolároch, čo v prípade depreciácie dolára znamenalo, že dlhová služba amerických subjektov bola pod vplyvom depreciácie výmenného kurzu znižovaná. Navyše americké aktíva investované v zahraničí dosahovali vyššiu mieru zhodnotenia ako americké aktíva vlastnené zahraničnými subjektmi, čo viedlo k zvyšovaniu čistého bohatstva USA.

## **2.5 Vzťah medzi vývojom ceny dolára a ceny ropy**

V období volatilných komoditných trhov s neustále sa meniacimi cenami ropy ovplyvnenými v neposlednom rade aj vývojom kurzu dolára na svetových devízových trhoch sa dostáva do popredia otázka korelácie a kauzality medzi oboma premennými. Aký vplyv na cenu ropy má dlhodobý trend oslabovania dolára? Vplýva rastúca cena ropy pozitívne alebo negatívne na výmenný kurz USD? Pri odpovedi na dané otázky je potrebné zobrať do úvahy nasledujúce faktory:

- cena ropy je denominovaná v amerických dolároch, pričom pohyby v efektívnom devízovom kurze (effective exchange rate, EER) ovplyvňujú cenu ropy. Zmena v EER tak môže prvotne vyprovokovať zmeny v ponuke a dopyte po rope a následne zmeny aj v samotnej cene ropy.

- vyššie popísaný proces však môže pôsobiť aj spätne, keď zmena ceny ropy vyprovokovaná zmenami v dopyte príp. ponuky po nej môže vplývať na EER amerického dolára. Podľa modelu vypracovaného Faruqeem (1995), pokiaľ krajina akumuluje zahraničné aktíva, domáca mena apreciuje, avšak tento pohyb sa neodráža na salde bežného účtu. V tomto prípade totiž príjem z kapitálu prevezme straty v položkách obchodnej bilancie vzniknutých v dôsledku zvýšených exportných cien a zníženia konkurencieschopnosti.

### 2.5.1 Korelácia dvoch premenných – ropy a výmenného kurzu USD

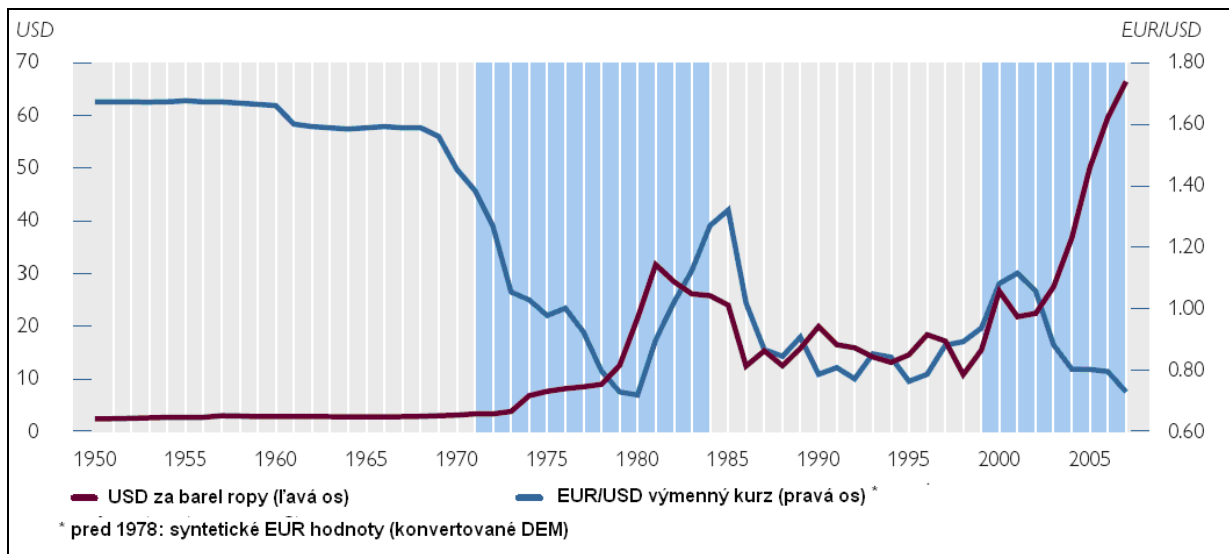
Vývoj cien ropy v súvislosti s výmenným kurzom dolára možno za posledných približne šesťdesiat rokov rozdeliť do štyroch období. Prvé z nich – obdobie fixných výmenných kurzov Bretton-Woodu – sa vyznačovalo stabilitou nominálneho výmenného kurzu, rovnako ako aj stabilitou cien ropy.

Po rozpade BW systému a vzniku prvého a následne koncom 70. rokov druhého ropného šoku, sa ceny ropy rovnako ako aj výmenný kurz stali vysoko volatilné. Pri prepočte ropy na reálnu hodnotu dosahovala hodnota ropy vôbec svoje najvyššie hodnoty v celej histórii. Stabilizácia nastala po roku 1984 a obdobie bez výraznejším dlhodobých fluktuácií na trhoch s ropou a devízových trhoch pretrvalo až do konca 90. rokov.

Posledné z týchto štyroch období možno časovo zaradiť na začiatok roka 2002 trvajúc až do polovice roku 2008, kedy americký dolár zažíval kontinuálne oslabovanie a naopak, cena ropy v nominálnom vyjadrení dosahovala svoje historické maximá<sup>13</sup>.

G r a f 1 6

#### Výmenný kurz dolára a cena ropy od 1950 do 2007 (ročná zmena)



Zdroj: Breitenfellner, A. – Cuaresma, J. C (2008)

Rozdelenie vývoja oboch ukazovateľov do týchto štyroch období dáva možnosť pozorovať korelačné tendencie medzi nimi. Podľa údajov Rakúskej centrálnej banky bolo prvé obdobie význačné negatívnou koreláciou, počas druhého obdobia sa obe

<sup>13</sup> Je potrebné ale zobrať do úvahy fakt, že v reálnom vyjadrení očistenom o infláciu v USA dosahovala cena ropy svoje maximá počas ropných šokov.



premenné pohybovali relatívne nezávisle, v období stabilizácie bolo naopak možno pozorovať pozitívny vzťah medzi oboma premennými a v poslednom období je výška korelácie vysoko negatívna.

T a b u ľ k a 5

### Štyri obdobia korelácie medzi výmenným kurzom dolára a cenou ropy

Periód a	Časové obdobie	Kľúčový element	Volatilita	Korelácia
1	1950 to 1970	Bretton Wood systém	nízka	-0.62
2	1971 to 1984	Ropné šoky I a II	vysoká	-0.18
3	1985 to 1998	Kolaps OPECu	stredná	+0.44
4	1999 to 2007	Dopyt rozvojových krajín a nedostatočná ponuka ropy	vysoká	-0.80

Zdroj: Breitenfellner, A. – Cuaresma, J. C (2008)

Vyššie uvedený vývoj korelácie potvrdzujú aj ďalšie empirické štúdie zaoberajúce sa kauzalitou medzi cenou ropy a kurzom amerického dolára. Voľnou interpretáciou Grafu 17 nachádzajúceho sa v štúdií Bénassy-Quéré et al. (2005) možno dôjsť k nasledujúcim záverom:

- cena ropy na danom grafe pôsobí volatilnejšie oproti obom sledovaným veličinám. Samotná cena ropy je totiž určovaná mnohými premennými predovšetkým na strane ponuky (ropné šoky, objav a využívanie ropných ložísk, nižšia elasticita ponuky), ale aj na strane dopytu (zvyšujúci sa dopyt, využívanie nových palív, špekulatívne útoky na ropu), čo spôsobuje vyššie odchýlky cien za časové obdobie.

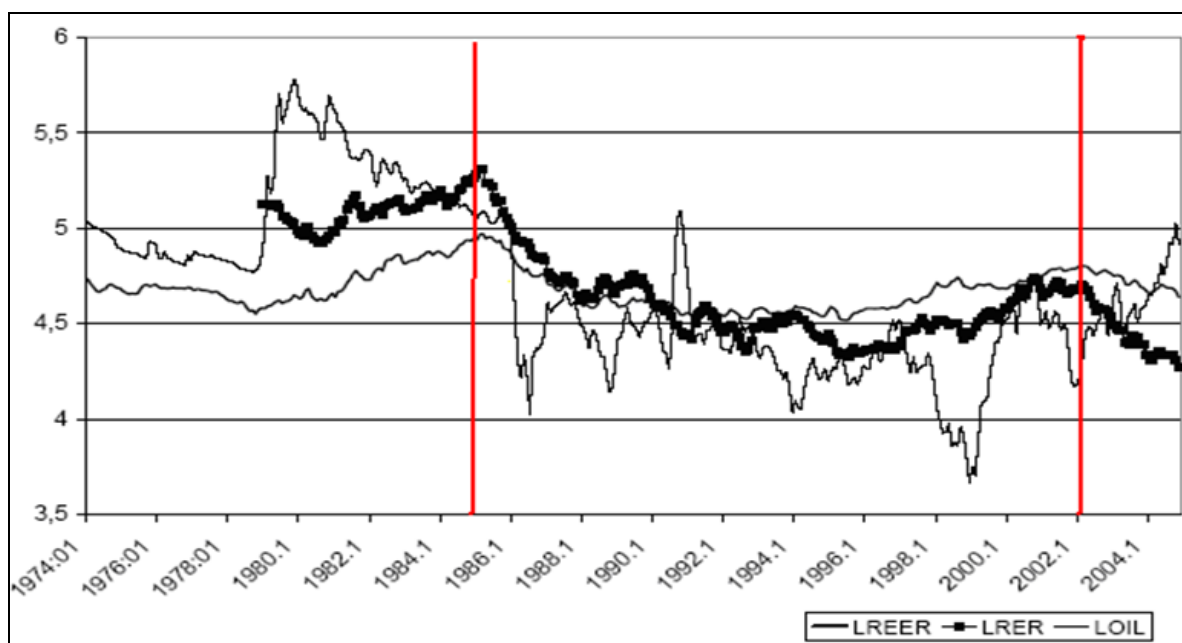
- vývoj všetkých troch ukazovateľov v rámci rokov 1986 až 2002<sup>14</sup> vykazuje rovnaké tendencie smerovania – v prípade obdobia do roku 1996 je pozorovaný dlhodobý pokles hodnoty reálnej ceny ropy, ktorý bol sprevádzaný rovnakým poklesom reálneho výmenného kurzu. Od tohto časového okamihu nastal postupný nárast všetkých troch veličín.

- prvé sledované obdobie do roku 1985 naopak vykazuje reverzný trend, keď cena ropy pod vplyvom ropných šokov vystúpila na doteraz neprekonané hodnoty a od vrcholu v roku 1980 nastalo postupné zlacňovanie. Toto obdobie tak nemožno považovať za reprezentatívnu vzorku. Podobný reverzný trend sa v údajoch objavil začiatkom roku 2002 a pokračuje až do konca sledovaného obdobia.

<sup>14</sup> Na rozdiel od štúdie Rakúskej centrálnej banky, ktorá kladie obrat v korelácii do roku 1999, autori Bénassy-Quéré, Mignon a Penot kladú obrat v korelácii do roku 2002.

Graf 17

**Vývoj indexu REER a RER amerického dolára a reálna cena ropy (v logaritmoch,  $\log(100) = 1990:1$ )**



Zdroj: Bénassy-Quéré, A. – Mignon, V. – Penot, A (2005)

Problematickým na interpretáciu sa však ukazuje vývoj dolára od rokov 2002 až po koniec sledovaného obdobia 2004. V priebehu týchto troch rokov sa sledovaná kauzalita otočila a pozitívny vývoj cien ropy bol sprevádzaný depreciáciou amerického dolára. Podľa autorov danej štúdie by tento vývoj sčasti mohol byť vysvetlený politikou Číny. Razantný vstup Číny na medzinárodné trhy ťahanou energeticky náročným vnútorným rastom založenom na podhodnotenom exporte a fixnom výmennom kurze voči doláru implikuje, že pokračujúca depreciácia dolára v sledovanom období môže mať pozitívny vplyv na ekonomickú aktivitu z dôvodu fixného peggu voči doláru, čo umožňuje vytvárať tlak na zvyšovanie ceny.

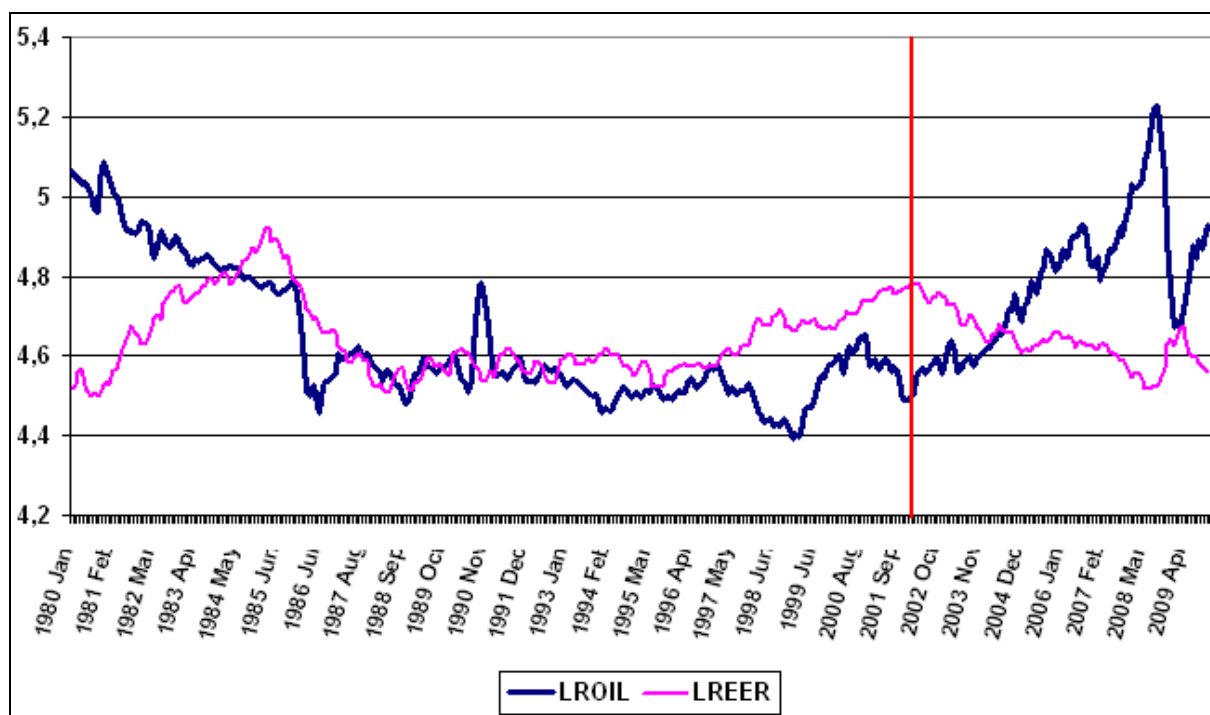
Podľa údajov o vývoji REER amerického dolára a reálnej ceny ropy upravenej o mieru inflácie v USA v období do novembra 2009, ktoré sú viditeľné na Grafe 20, sa negatívna korelácia medzi týmito dvoma premennými prejavuje aj naďalej. Zatiaľ čo reálny výmenný kurz dolára poukazuje na neprestajnú depreciáciu meny, vývoj ceny ropy zaznamenal svoje maximum v prvej polovici roku 2009.

Je možné skonštatovať, že za posledných päť rokov sú pohyby oboch premenných negatívne korelované, keď koeficient korelácie medzi nimi dosahuje hodnotu -

0,8548, čo znamená hodnotu ešte signifikantnejšiu ako tomu bolo podľa údajov zo štúdie Rakúskej centrálnej banky uvádzaných v Tabuľke 5.<sup>15</sup>

Graf 18

**Vývoj REER amerického dolára a reálna cena ropy v období 1980 až november 2009 (v logaritmoch,  $\ln(100) = 1990:1$ ,  $CPI = 2005$ )**



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov MMF

### 2.5.2 Kauzalita dvoch premenných – ceny ropy a výmenného kurzu dolára

Čo sa teda stáva problematickým, je určenie kauzality vzťahu oboch premenných. Je cena ropy závislá od vývoja výmenného kurzu dolára, a tým pádom v prípade neustále oslabujúcej sa americkej meny možno očakávať neustály rast cien ropy? Alebo má proces opačné smerovanie, keď zvyšujúci sa dopyt tlačiaci ceny ropy nahor bude spätne pôsobiť aj ako faktor vedúci k upevnieniu postavenia amerického dolára na svete?

<sup>15</sup> Tento rozdiel je spôsobený zmenou dátumového ohraničenia sledovaného obdobia pre potrebu výpočtu korelácie – na rozdiel od štúdie Rakúskej centrálnej banky, v tomto prípade sa jedná o obdobie rokov 2002 až 2009.

V ekonomickej teórii je možno nájsť vymedzenie piatich rozličných kanálov (Breitenfellner – Cuaresma, 2008), cez ktoré sa môže vzájomná kauzalita prenášať – či už zo strany dolára na cenu ropy alebo naopak:

- **ponukový kanál nákupnej sily (purchasing power, PP)**<sup>16</sup> – krajiny exportujúce ropu v amerických dolároch sa snažia stabilizovať svoju PP s ohľadom na svoj prevažne v eurách denominovaný export,
- **dopytový kanál lokálnych cien** – depreciácia dolára robí spotrebu ropy v krajinách, ktoré nevyužívajú dolár, lacnejšou a z tohto dôvodu depreciácia spôsobí zvýšenie dopytu po rope a následný tlak na cenu ropy,
- **investičný kanál** – depreciácia dolára znižuje výnosy z aktív denominovaných v dolároch pri výmene za domácu menu, čo robí investovanie do ropy a iných komodít atraktívnejšie,
- **kanál monetárnej politiky** – depreciácia dolára má za následok monetárne uvoľňovanie, vrátane krajín s pegged režimom voči doláru. Nízke úrokové miery zároveň podporujú investovanie, vrátane investícií do ropy,
- **kanál peňažného trhu** – devízové trhy sú efektívnejšie ako komoditné trhy a navyše predvídajú vývoj v reálnej ekonomike, ktorý ovplyvňuje dopyt a ponuku ropy.

Sledovaním kauzality medzi danými premennými sa zaoberalo viacero vedeckých štúdií. V Prílohe 2 sa nachádza prehľad štúdií zaoberajúcich sa touto problematikou, pričom z tohto zhrnutia možno vysledovať určitú prvotnú nekonzistenciu v empirických sledovaniach:

Podľa štúdie vypracovanej Amano a van Nordenom (1997) závislosť vychádza zo zmien cien ropy ku zmenám devízového kurzu v Nemecku, Japonsku a Spojených štátoch amerických. Táto závislosť je pritom pozorovateľná predovšetkým v dlhodobom období a platila pre obdobie do roku 2004.

Citujúc zároveň zo záverov štúdie Bénassy-Quéré et al. (2005): „bola preukázaná evidencia o dlhodobom vzťahu medzi dvoma sériami údajov (pozn. jedná sa o reálnu cenu ropy upravenú o vývoj cenových indexov a reálny výmenný kurz dolára voči euru) a kauzalita vychádzajúca z ropy k doláru za sledované obdobie rokov 1974 – 2004. Odhady naznačujú, za predpokladu nezmenených ostatných premenných, že 10%-ný nárast ceny ropy vedie k 4,3%-nej apreciacii dolára v dlhodobom období.“

Voči týmto empirickým zisteniam vystupujú výsledky iných štúdií zhrnutých v Prílohe 2. Je potrebné poznamenať, že rozličné kanály môžu vykazovať rozličný smer závislosti vo vzťahu kurz dolára – cena ropy, keď: „jeden z hore spomenutých kanálov

---

<sup>16</sup> Purchasing power – množstvo tovarov a služieb, ktoré môžu byť kúpené za jednotku meny. Hodnota PP sa dá vypočítať pomocou vzorca súčasnej hodnoty  $PP = \frac{M}{(1+i)^t}$ , kde M je množstvo peňazí,  $t$  – časové obdobie,  $i$  – ročná miera inflácie.

môže dominovať vzťahu, čo ale nevylučuje vplyv dokonca aj (dočasne) protirečivých síl.“ (Breitenfellner – Cuaresma, 2008).

Zároveň ale platí, že v analýzach zaoberajúcich sa prvým a druhým kanálom, a teda vplyvom kurzu amerického dolára na ponukový a dopytový kanál, je preukázaný jasný vzťah plynúci zo zmien výmenného kurzu dolára prenášajúci sa na nominálnu cenu ropy. V prípade zmeny výmenného kurzu tak krajiny vyvážajúce ropu tlačia na zmeny ceny ropy, aby boli ich príjmy z predaja ropy udržané na nezmenenej úrovni.

Zároveň je potrebné poukázať na fakt, že štúdia Chenga ako jediná empiricky skúmala údaje až do roku 2007, a teda vývoj cien ropy, ktorý už v sebe aspoň čiastočne zahŕňal posledný ropný vrchol v roku 2008, čo značí, že výsledky tejto štúdie môžu vykazovať kauzalitu platiacu v súčasnom období.<sup>17</sup>

Z uvedených štúdií ďalej vyplýva, že pri dvoch empirických štúdiách, pri ktorých bolo možné pozorovať smer kauzality ropa → výmenný kurz, bola cena ropy očistená o inflačné vplyvy americkej ekonomiky a vyjadrená v reálnej hodnote. V ostatných štúdiách autori brali do úvahy nominálnu spotovú cenu ropy. Zdá sa teda, že pri zisťovaní kauzality medzi oboma premennými je nevyhnutné zobrať do úvahy rolu, ktorú môže v tomto vzťahu zohrávať inflácia.

Z tohto dôvodu nie je možné prijať jednotné stanovisko o vzájomnom vzťahu oboch premenných a ďalšia analýza v tejto oblasti je potrebná.

### **2.5.3 Cena ropy a výmenné relácie**

Pri posudzovaní konkurencieschopnosti krajiny na medzinárodnom trhu sa berie do úvahy aj vývoj jej reálnych výmenných relácií (terms of trade, ToT). Výmenné relácie možno definovať ako pomer exportných cien k importným cenám a tento vzťah vyjadruje, koľko jednotiek zahraničného tovaru ocenených v exportných cenách je vyvezených na jednu jednotku dovezeného tovaru ocenenú importnými cenami.

Zlepšenie ToT značí, že v krajine buď poklesla hodnota dovážaných tovarov a služieb alebo sa naopak zvýšila hodnota celkového vývozu, čo v budúcnosti predstavuje prílev finančných prostriedkov do ekonomiky.

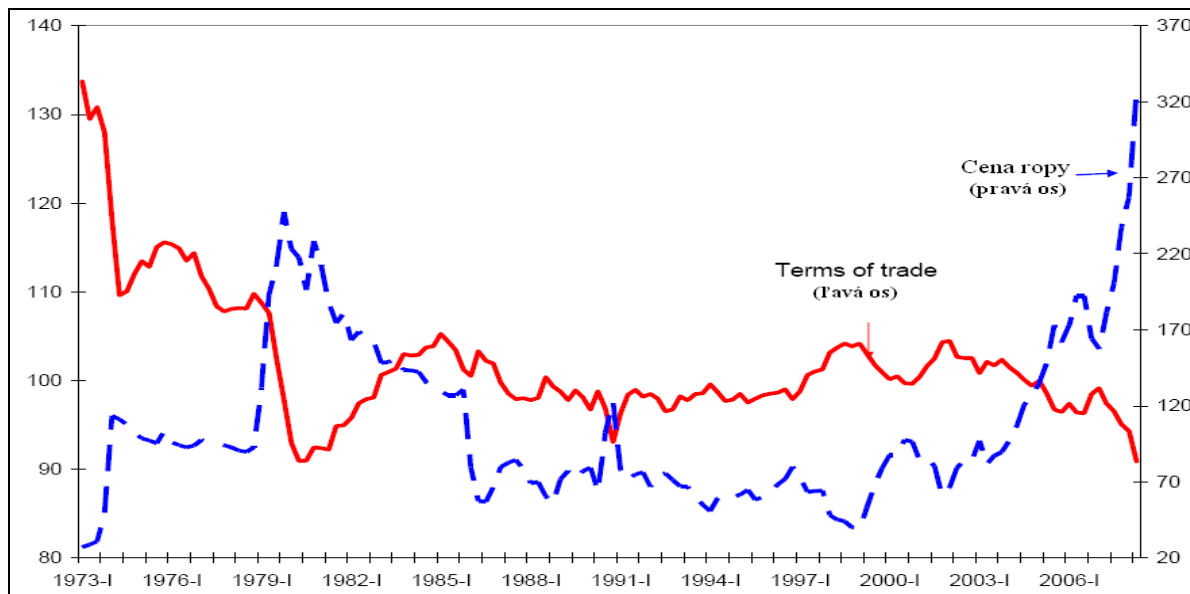
Na vývoj ToT vplýva viacero faktorov, nás spomedzi nich bude zaujímať predovšetkým cena ropy. Americká ekonomika je jedným z najväčších importérov ropy spomedzi všetkých krajín sveta a ropa sa na celkovom importe USA podieľa významnou mierou. Z tohto dôvodu je možné predpokladať, že zmena cien ropy bude mať vplyv aj na vývoj výmenných relácií.

---

<sup>17</sup> Ako bolo ukázané v štúdiu Bénassy-Quéré a kol., ale aj v štúdiu Rakúskej centrálnej banky, korelácia medzi oboma premennými sa môže meniť v závislosti od časového obdobia. Možno predpokladať, že je tomu rovnako aj pri vzájomnej kauzalite oboch premenných.

## Graf 19

### Výmenné relácie USA a cena ropy (1973-2008)



Poznámka: výmenné relácie sú merané ako pomer deflátoru exportu tovarov a služieb k deflátoru importu tovarov a služieb. Cena ropy je vypočítaná ako pomer priemernej ceny texaskej Intermediate, britskej Bren, a dubajského Fatehu k HDP deflátoru USA.

Zdroj: Milesi-Feretti (2008)

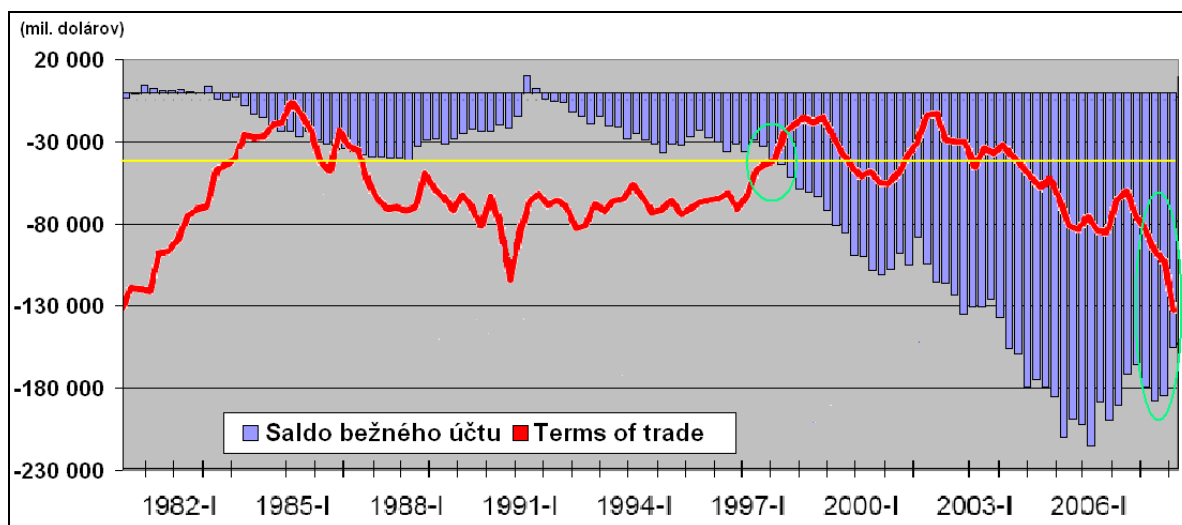
Táto domnienka je potvrdená aj údajmi prezentovanými v Grafe 19. Počas sledovaného obdobia je možné pozorovať negatívnu koreláciu medzi cenami ropy a vývojom ToT za dané obdobie. Zvyšovanie cien ropy od konca roku 2003 premietajúce sa do zvýšenia hodnoty importu znamenalo zároveň zhoršovanie ToT, čo malo zároveň za následok zhoršovanie deficitu bežného účtu platobnej bilancie.

V roku 1998 dosiahol deficit bežného účtu najvyššie hodnoty v dovtedajšej histórii a od tohto obdobia nastáva zároveň trend permanentného schodku tohto účtu platobnej bilancie (pri použití ročných dát jedinú výnimku tvorí rok 2001). Zároveň možno pozorovať zaujímavú tendenciu – doteraz prakticky nekorelovaný vzťah medzi ToT a výškou salda bežného účtu od roku 1999 začína nadobúdať pozitívnu tendenciu. Od roku 1999 tak pritom vývoj ToT prakticky kopíruje vývoj deficitu bežného účtu až na výnimku v posledných údajoch sledovaného obdobia, kedy sa ToT prepadli na najnižšie úrovne od roku 1980, zatiaľ čo deficit bežného účtu začal klesať.

Toto obdobie sa vzťahuje na rozšírenie dovtedy lokálnej finančnej krízy na ostatné krajiny spojené so silným posilnením dolára voči ostatným menám sprevádzané znížením objemu importu do USA.

## Graf 20

### Výmenné relácie a vývoj salda bežného účtu platobnej bilancie USA



Zdroj: Spracované podľa údajov Bureau of Economic Analysis a práce Milesi-Feretti

### 2.6 Vplyv oceňovania ropy v USD na platobnú bilanciu USA – prípadová štúdia

V súčasnosti je cena ropy denominovaná v amerických dolároch a USA tvorí jedného z hlavných odberateľov ropy vo svete. Vychádzajúc z predchádzajúceho teoretického rámca, zmena vo výmennom kurze dolára voči zahraničným menám pôsobí spätne aj na cenu ropy, a to negatívnym smerom.

Počas posledných šesť rokov do roku 2009 americký dolár zaznamenal kontinuálne oslabovanie, čo pôsobilo reverzne na cenu ropy – jej hodnota v nominálnom vyjadrení dosiahla hodnotu takmer 150 dolárov za barel<sup>18</sup>.

Tento pokles je potrebný prešetriť najprv z pohľadu vnútornej politiky USA a amerických výmenných relácií. Americkí importéri ropy a následne domáci výrobcovia a spotrebitelia – nákupcovia ropy, nemôžu rátať s výhodami plynúcimi z oslabenia dolára (ktoré praje exportérom) na rozdiel od svojich konkurentov v ostatných krajinách, ktorí nárast cien ropy kompenzujú z posilnenia mien voči USD. Oslabovanie dolára vplývajúce na rastúce ceny ropy teda spôsobilo podstatný nárast cien importov ropy, ktoré sa preniesli aj na vnútorný trh a zároveň to znamenalo zhoršenie hodnoty ToT. Tento faktor tak následne svojou časťou prispel aj ku enormnému zvýšeniu deficitu bežného účtu platobnej bilancie USA v posledných rokoch. Z tohto hľadiska by sa v prípade budúcej očakávanej deflácie pre USA zdala

<sup>18</sup> Samozrejme, oslabovanie dolára nebolo jediným faktorom. Debata sa viedla aj okolo argumentov poukazujúcich na zvýšenú aktivitu špekulantov na finančných trhoch alebo neelastickosť ponuky a zvyšujúci sa dopyt po rope zo strany rozvojových krajín.

zmena denominácie prospešná, keďže ďalšia deprecia by priniesla nominálne zvýšenie cien ropy, čo by znamenalo opätovné zvýšenie importných a následne aj domácich spotrebiteľských cien.

Podľa teórie ponukového kanála sa pri oslabovaní hodnoty dolára krajiny vyvážajúce ropu snažia udržať kúpnu silu, preto sa cena ropy zvyšuje spôsobom, aby boli kurzové straty vykompenzované nárastom nominálnej ceny. V prípade obáv o budúci vývoj dolára sa tak do popredia dostáva otázka výhodnosti denominácie ceny ropy v dolároch, keďže ďalší pokles hodnoty dolára by znamenal zvýšenie cien ropy, čo môže spätne pôsobiť na následne zníženie dopytu po nej. Krajiny importujúce ropu by tak dostali impulz k hľadaniu nových alternatívnych náhrad ropy, aby si znížili svoju závislosť na rope plynúcej aj z Blízkeho východu, čím by obrali dané krajiny o ich hlavný zdroj príjmu.

Pre krajiny vyvážajúce ropu sa hlavne v blízkej minulosti tento problém stal čoraz vypuklejšim. Podľa venezuelského prezidenta Huga Chavésa: „Venezuela podporuje (...) snahu na nájdenie alternatívnej rezervnej meny.“ (NYdailyNews, 2009) V tlači sa rovnako objavili aj falošné informácie o rokovaní krajín Blízkeho Východu o nahradení dolára inou menou, prípadne košom mien (Fisk, 2009; AsianNews, 2009). Ruská federácia sa rovnako nechala počuť, že by prijala oceňovanie ropy v inej mene ako je dolár (RIA Novosti, 2009).

Zároveň je potrebné vziať do úvahy aj tzv. atraktivitu meny. Oceňovanie v dolároch je jedným z podstatných faktorov, prečo bola americká mena vysoko rozšírená a akceptovaná v medzinárodných finančných vzťahoch počas posledných päťdesiatich rokov. V prípade výmeny dolára za inú menu by tak utrpela predovšetkým atraktivita danej meny, keďže by sa znížili objemy jej použitia. To by prípadne mohlo pôsobiť ďalšiu depreciaiu už aj tak oslabujúceho amerického dolára.

Je však otázne, či najmä v súčasnosti existuje mena, ktorá by bola schopná dolár nahradiť v jeho postavení. Ako už bolo spomínané v predchádzajúcej kapitole, podľa teórie sieťových externalít by výmena dolára znamenala podstatné zvýšenie nákladov, pokiaľ by sa všetci účastníci nedohodli na rovnakom postupe. Avšak vzhľadom na rozšírenosť dolára je takáto dohoda minimálne v krátkom časovom období neočakávaná.

## **Záver**

Postavenie dolára v medzinárodných menových vzťahoch bolo veľa krát dotazované. Po nástupe eura začiatkom tohto storočia sa mohlo zdať, že dolár definitívne príde o svoju pozíciu a bude nahradený jednotnou európskou menou. Avšak už v čase písania tejto práce a pod vplyvom súčasných aktuálnych udalostí súvisiacich s fiškálnymi problémami Grécka je minimálne z krátkodobého hľadiska jasné, že euro nedokáže túto pozíciu obsadiť, nie to si ju ešte udržať.



Ako bolo poukázané v tejto práci, postavením dolára nie je možné len tak ľahko zatriať, táto pozícia bola totiž postupne budovaná počas posledných päťdesiatich rokov počnúc vznikom prvého Bretton-Woodskeho menového systému a nasledujúcimi obdobiami, v ktorom rozvojové krajiny naviazali svoje meny na americký dolár pri fixnom devízovom režime.

Dolár sa vďaka tomu, že bol počas Bretton-Woodskeho menového systému naviazaný a ako jediná mena aj vymeniteľný za zlato, stal pomysleným stredom menových vzťahov. Americké hospodárstvo, jediné nezasiahnuté druhou svetovou vojnou, slúžilo ako zdroj statkov exportovaných do európskych krajín, ktoré umožňovali krajinám postihnutým vojnou ich povojnový rozvoj. Platby z Európy a iných krajín za nákup týchto importovaných statkov mali krátkodobý charakter, plynuli do USA, kde boli transformované a vo forme dlhodobých pôžičiek boli opäť spätne poskytnuté ako finančná pomoc postihnutým krajinám. Vďaka týmto finančným tokom sa americký dolár stal neoddeliteľnou súčasťou finančného sveta.

Krajiny zároveň pôsobili vo fixnom výmennom režime, čo znamenalo akumuláciu devízových rezerv v americkej mene. Aby bolo zároveň zabránené tlakom na zmenu centrálnej parity pod vplyvom ich hospodárskeho rastu, čo by značilo posilnenie európskych mien a následne zhoršenie konkurencieschopnosti exportu, krajiny ticho súhlasili s hromadením dolárov vo svojich trezoroch.

Podobnú stratégiu, akou sa riadili európske ekonomiky a Japonsko po skončení druhej svetovej vojny zaujali v 80-tych a 90-tych rokoch rozvíjajúce sa krajiny predovšetkým z Ázijského kontinentu a Blízkeho východu. Opäť naviazali svoje meny na dolár, a teda na menu krajiny, s ktorou mali úzke obchodné vzťahy, aby si stabilizovali svoju menovú politiku, zlepšili konkurencieschopnosť exportu a prostredníctvom podhodnotenia meny dosahovali významný hospodársky rast. Ako však bolo poukázané na konkrétnom príklade Saudskej Arábie, ako jednej z takýchto krajín, táto politika mala za následok akumuláciu aktív denominovaných v amerických dolároch vo forme devízových rezerv štátu a finančných aktív vlastnených súkromnými subjektmi.

Je možné teda skonštatovať, že zatiaľ čo rozvinuté krajiny vytvárali dopyt po dolári približne dvadsať rokov po skončení vojny a potom sa nimi držané objemy dolára ustálili, v posledných dvadsiatich rokoch vytvárali dopyt po dolári predovšetkým rozvojové krajiny fixáciou svojej meny na americký dolár. Táto tendencia sa však hlavne pod vplyvom posledných udalostí pomaly mení, keď pri oslabujúcom sa dolári sú rozvíjajúce sa krajiny nútené zvažovať udržanie svojho fixného režimu.

Dolár však ani zďaleka nie je na ceste drastického úpadku. Podľa predložených štúdií si aj naďalej udržiava svoju vedúcu pozíciu predovšetkým vďaka silnému postaveniu, ktoré si budoval za posledných päť desaťročí. Ako bolo viackrát zdôraznené v tejto štúdií, náklady na nahradenie dolára inou svetovou menou, prípadne košom ďalších mien, by boli príliš vysoké predovšetkým kvôli vysokej etablovanosti dolára.

Po druhé, euro síce úspešne doláru sekunduje a v niektorých oblastiach ho dokonca prevyšuje, naďalej však ostáva veľmi zraniteľné voči vnútropolitickým tlakom v rámci Eurozóny a zároveň je ešte príliš „mladé“ na to (z pohľadu dĺžky dominancie dolára), aby preukázalo svoju životaschopnosť. Vývoj v štatistike oficiálnych devízových rezerv COFER síce naznačuje rastúcu dominanciu eura predovšetkým v rozvojových krajinách, táto štatistika však nemôže byť braná ako berná minca, keďže v treťom štvrťroku 2009 až 40% celkových devízových rezerv bolo tvorených tzv. položkou nealokovaných devízových rezerv, čo nám znemožňuje presnú interpretáciu tohto ukazovateľa.

Odpoveďou na to, prečo je minimálne v nasledujúcich pár rokoch nepravdepodobné nahradenie dolára ako svetovej meny, môže byť aj prešetrovanie vplyvov a naviazanosť dolára na rozličné ekonomické premenné.

Denominácia ropy v amerických dolároch úzko súvisí jednak s obdobím Bretton-Woodu a zároveň je spojená s fixáciou devízového kurzu voči doláru. Keďže USA tvorilo a tvorí jedného z najväčších odberateľov ropy a zároveň máme dočinenia so zatiaľ najvýkonnejšou svetovou ekonomikou, oceňovanie ropy v tejto mene bolo až donedávna výhodné aj pre krajiny vyvážajúce ropu. Takéto naviazanie však urobilo vzťah medzi USA a danými krajinami nesmierne zložitým a vzájomne prepojeným.

Na základe dostupných empirických štúdií je ťažké zhodnotiť, či sa zmena ceny ropy odvíja od zmeny výmenného kurzu dolára a tým pádom ekonomická situácia USA podstatnou mierou ovplyvňuje nielen pozíciu rozvojových štátov vo fixnom režime, ale aj pozíciu všetkých ostatných odberateľov ropy alebo či sa jedná o opačný vzťah, keď cena ropy ovplyvňuje devízový kurz dolára a následne prostredníctvom tohto kanála pôsobí na zmenu výmenných relácií a vývoja platobnej bilancie.

Z krátkodobého hľadiska a vo svetle empirických výsledkov je možné skonštatovať, že výmenný kurz negatívne vplyva na cenu ropy, pričom tento trend je pozorovateľný od začiatku tohto desaťročia. Zároveň v danom období, kedy dolár permanentne deprecioval, možno pozorovať nárast ceny ropy spojenej so zhoršovaním výmenných relácií USA a zhoršovaním deficitu bežného účtu platobnej bilancie.

Toto vzájomné prepojenie umožňovalo americkej ekonomike predovšetkým v minulých rokoch fungovanie na základe vysokých prebytkov na finančnom účte a naopak bezprecedentných deficitov bežného účtu platobnej bilancie. Existencia takejto vonkajšej nerovnováhy pritom bola čiastočne spôsobená aj denomináciou ropy v amerických dolároch, keďže vzrastajúce ceny tejto suroviny zvyšovali hodnotu importovaných statkov a to spôsobovalo narastajúci rozdiel v hodnote čistého exportu.

Tieto deficity však boli spôsobené predovšetkým úzkym prepojením rozvojových krajín operujúcich vo fixnom režime s menovou kotvou amerického dolára na americkú ekonomiku. Ako bolo demonštrované na príklade Saudskej Arábie, pričom vyvodenia možno aplikovať aj na ďalšie rozvíjajúce sa krajiny akou je v súčasnosti

napríklad Čína, v dôsledku zamerania ekonomiky na hospodársky rast podporovaný lacným exportom spojeným s fixným kurzom, dosahovali tieto krajiny vysoké prebytky bežného účtu.

To, spoločne s vysokou mierou úspor domáceho obyvateľstva, nedostatočným množstvom príťažlivých investičných možností a málo rozvinutými domácimi kapitálovými trhmi, vyvolalo spätný presun kapitálu na americké trhy. Faktorom podporujúcim takéto smerovanie kapitálu bolo aj to, že platby za lacný export boli častokrát denominované v amerických dolároch, čo uľahčovalo prísun kapitálu z rozvojových krajín do USA.

Z takejto situácie USA vysoko profitovalo, keďže v posledných rokoch vykazovali zahraničné aktíva vlastnené americkými subjektmi vyššie výnosy ako americké aktíva vlastnené zahraničnými subjektmi. USA si tak v prenesenom zmysle slova požíčovalo od zvyšného sveta lacný kapitál (ktorý plynul do USA z rozvojových krajín), pričom časť z neho ostával na amerických kapitálových trhoch a časť bol investovaný v zahraničí s vyššími výnosmi ako boli náklady na jeho získanie.

Všetky tieto vyššie spomínané faktory pritom predstavujú iba časť komplexného problému označeného ako postavenie dolára vo svetovej ekonomike. Cieľom tejto práce tak bolo poukázať predovšetkým na oblasť rozvojových krajín, ktoré v minulosti svoje meny naviazali na americký dolár a osvetliť tie skutočnosti, s ktorými sa v dôsledku tohto rozhodnutia musia v súčasnosti zaoberať. Pochopenie týchto súvislostí nám tak umožní lepší náhľad na komplexné vzťahy existujúce v súčasnom globálnom svete.

Ako jedným z kľúčových pre pokus o náhľad do blízkej budúcnosti sa pritom určite ukazuje aj prešetrenie monetárnej politiky FEDu, ktorého „monetary easing“ t.j. expanzívna monetárna politika spočívajúca v pumpovaní dolárov do bankového sektora a následne prostredníctvom finančných kanálov aj do globálnej ekonomiky bude s najväčšou pravdepodobnosťou pôsobiť inflačne a depreciačne na americký dolár.

## Literatúra

Amano, R. A. – Norden van, S. (1997): *Oil Prices and the Rise and Fall of the U.S. Real Exchange Rate*. Dostupné na internete:

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.42.6203>; 1.februára.2010.

Bank for International Settlements. (2009): . *International banking and financial market development*. In BIS Quarterly Review. Dostupné na internete:

[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qto912.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qto912.htm); 12. marca 2010.

Bénassy-Quéré, A. – Mignon, V. – Penot, A. (2005): *China and the Relationship between the Oil Price and the Dollar*. CEPII Centre d'études prospectives et d'informations internationales. Dostupné na internete:

<http://www.cepii.net/anglaisgraph/workpap/pdf/2005/wp05-16.pdf>;  
01.februára.2010.

Breitenfellner, A. – Cuaresma, J. C. (2008): *Crude Oil Prices and the USD/EUR Exchange Rate*. OENB. Dostupné na internete:

[http://www.oenb.at/en/img/mop\\_2008\\_q4\\_analyses\\_01\\_tcm16-97551.pdf](http://www.oenb.at/en/img/mop_2008_q4_analyses_01_tcm16-97551.pdf); cit.  
17.02.2010.

De Lima, G. – Moura, G. – Meurer, R. – da Silva, S. (2007):. *US Current Account Deficit and Exchange Rate Tax*. MPRA: Paper no. 3908. [cit. 1.02.2010]. Dostupné na internete <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/3908/>; 1. februára 2010.

Eichengreen, B. (2004):. *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*. National Bureau of Economic Research : NBER Working Paper Series. Dostupné na internete: <http://www.nber.org/papers/w10497>; 24. februara 2010.

Faruqee, H. (1995):. *Long-run determinants of the real exchange rate - A stock-flow perspective*. IMF: Staff papers, Vol. 42, 855-881. Dostupné na internete: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=883826](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=883826); 24. februara 2010.

Ferguson, N. – Schularick, M. (2009):. *The End of Chimerika*. Harvard business school: Working Paper 10-037, 2009. Dostupné na internete: <http://ssrn.com/abstract=1502756>; 14. februara 2010.

Hasan, M. – Alogeel, H. (2008):. *Understanding the Inflationary Process in the GCC Region: The Case of Saudi Arabia and Kuwait*. IMF: Working Paper WP/08/193. 2008. Dostupné na internete:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08193.pdf>; 19. feburara 2010.

International Monetary FundIMF. (2008):. *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks, data as of April 31, 2008*. Dostupné

na internete: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/o408.htm>; 16. februara 2010.

International Monetary FundIMF. (1993):. *Balance of payment manual*. IMF. Dostupné na internete: <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf>; 16. februára 2010.

International Monetary FundIMF. (2004): *Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks, data as December 31, 2004*. Dostupné na internete: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.htm>; 17. februára 2010.

Kotlebová, J. – Chovancová, B. (2010): *Medzinárodné finančné centrá – zmeny v globálnej finančnej architektúre*. Bratislava: Iura Edition.

Maňovčíková, D. (2008):. *Porovnanie eura a dolára v pozícii medzinárodných peňazí*. Biatec. 2008, roč. 16, č. 7, p. 16-19.

McDonough, W. J. (1996):. *The importance of price stability – Remarks by William J. McDonough, President Federal Reserve Bank of New York before*. Federal Reserve Bank of New York. Dostupné na internete: <http://www.ny.frb.org/newsevents/speeches/1996/sp961002.html>; 15. marca 2010.

Meissner, Ch. – Oomes, N. (2004):. *Why Do Countries Fix the Way They Fix?* Washington: IMF Working Paper forthcoming.

Milesi-Ferretti, G. M. (2008):. *Fundamentals at Odds? The Dollar and The U.S. Current Account Deficit*. IMF a CEPR. Dostupné na internete: <http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/workshops/macro/macropaper08/macro1016.pdf>; 12. februára 2010.

Mishkin, F. S. (2008):. *Exchange rate pass-through and monetary policy*. Board of governors of the Federal Reserve System. Dostupné na internete: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080307a.htm>; 12. februára 2010.

Reinhart, C. M. - Rogoff, K. S. (2004):. *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*. The Quarterly Journal of Economics, 2004, Vol. CXIX, Issue 1. p. 1-48.

Reinhart, C. M. (2000):. *The Mirage of Floating Exchange Rates*. The American Economic Review, 2000, 90 (2), p. 65-70, [cit. 22.02.2010]. Dostupné na internete: <http://bankofcanada.ca/en/res/wp/2000/reinhart.pdf>; 22. februára 2010.

Thimann, Ch. (2009):. *Global role of currencies*. [online]. European central bank: Working paper series No. 1031. 2009. Dostupné na internete: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1031.pdf>; 25. februára 2010.

Wachtel, P. (2007):. *Understanding the Old and New Bretton Woods*. In Conference held in Florence: In Search of a New Bretton Woods: Reserve Currencies and Global

Imbalances. Dostupné na internete: [http://w4.stern.nyu.edu/emplibary/Florence\\_paper\\_jan4.pdf](http://w4.stern.nyu.edu/emplibary/Florence_paper_jan4.pdf); 12. marca 2010.

### **Internetové články**

AsianNews (2009): *Saudis deny they want to abandon the dollar*. [online]. AsianNews.it. 6. október 2009. Dostupné na internete: <http://www.asianews.it/news-en/Saudis-deny-they-want-to-abandon-the-dollar-16509.html>; 15. marca 2010.

Barboza, D – Kahn, J, (2005): *China No Longer to Peg Currency Only to Dollar*. [online] The New York Times. 22. júl 2005. Dostupné na internete: [http://www.nytimes.com/2005/07/22/business/worldbusiness/22yuan.html?\\_r=1&scp=1&sq=China%20No%20Longer%20to%20Peg%20Currency%20Only%20to%20Dollar&st=cse](http://www.nytimes.com/2005/07/22/business/worldbusiness/22yuan.html?_r=1&scp=1&sq=China%20No%20Longer%20to%20Peg%20Currency%20Only%20to%20Dollar&st=cse); 2. marca 2010.

Bloomberg. (2007): *Dollar's fall increases GCC's pressure to drop peg*. [online]. Khaleej Times Online. 20. november 2007. Dostupné na internete: [http://www.khaleejtimes.com/DisplayArticleNew.asp?xfile=data/business/2007/November/business\\_November536.xml&section=business&col=](http://www.khaleejtimes.com/DisplayArticleNew.asp?xfile=data/business/2007/November/business_November536.xml&section=business&col=); 2. marca 2010.

Fisk, R. (2009): *The demise of the dollar*. [online]. Robert Fisk. The Independent. 6. október 2009. Dostupné na internete: <http://www.independent.co.uk/news/business/news/the-demise-of-the-dollar-1798175.html>; 8. marca 2010.

Harrison, E. (2009): *Currencies Pegged to Dollar Under Pressure to Drop Peg*. [online] Edward Harrison. Seeking Alpha. 13. október 2009. Dostupné na internete: <http://seekingalpha.com/article/166242-currencies-pegged-to-dollar-under-pressure-to-drop-peg>; 2. marca 2010.

Humayun, F. (2009): *Implications of The Dollar Carry Trade*. [online]. F. Humayun. SeekingAlpha. 9. novembra 2009. Dostupné na internete: <http://seekingalpha.com/article/172201-implications-of-the-dollar-carry-trade>; 2. marca 2010.

NYdailyNews (2009): *Venezuelan President Hugo Chavez courts Arab support for oil-backed currency proposal*. [online]. The Associated Press: NY daily news. 1. apríl 2009. [cit. 04.03.2010]. Dostupné na internete: [http://www.nydailynews.com/news/national/2009/04/01/2009-04-01\\_venezuelan\\_president\\_hugo\\_chavez\\_courts\\_.html](http://www.nydailynews.com/news/national/2009/04/01/2009-04-01_venezuelan_president_hugo_chavez_courts_.html); 4. marca 2010.

Reuters. (2009): *Gulf monetary union agreement enacted, Kuwait says*. [online] Reuters. 2. november 2009. Dostupné na internete: <http://in.reuters.com/article/worldNews/idINIndia-44735520091215>; 2. marca 2010.

*RIA Novosti (2009): Russia ready to abandon dollar in oil, gas trade with China.*  
[online]. RIA Novosti. 14. október 2009. Dostupné na internete:  
<http://en.rian.ru/russia/20091014/156468599.html>; 12. marca 2010.

*Zawya (2009): Gulf monetary union to peg new currency against the dollar initially.*  
[online] Zawya. 2. november 2009. Dostupné na internete:  
<http://www.zawya.com/Story.cfm/sidZAWYA20091102043729/Gulf%20monetary%20union%20to%20peg%20new%20currency%20against%20the%20dollar%20initially%20%20/>; 2. marca 2010.

## Príloha 1: Prehľad výsledného skóre indikátorov pre meranie globálnej úlohy mien (v percentách)

	Ukazovateľ globálnej roly meny	Upravený ukazovateľ globálnej roly meny	Ukazovateľ medzinárodnej etablovanosti	Ukazovateľ globálnej roly meny podľa skupín	Indikátor veľkosti USA = 100	Štruktúrny indikátor USA = 100	Otvorenosť kapitálového účtu
<b>Meny rozvinutých krajín</b>	<i>88.8</i>	<i>93.5</i>	<i>97.1</i>	<i>100.0</i>		<i>96.2</i>	<i>99.6</i>
1 US dollar	38.7	41.2	44.3	43.7	100.0	100.0	100.0
2 Euro	27.0	27.7	31.3	30.4	66.8	104.2	96.6
3 Japanese yen	8.6	9.2	5.3	9.9	25.3	89.5	100.0
4 Pound sterling	7.1	7.5	9.3	7.9	18.8	96.0	100.0
5 Canadian dollar	2.7	2.9	1.1	3.1	7.1	100.7	100.0
6 Swiss franc	2.3	2.4	3.3	2.5	5.9	97.3	100.0
7 Australian dollar	1.8	1.9	1.9	1.8	4.6	92.4	100.0
8 New Zealand dollar	0.7	0.7	0.6	0.6	1.6	89.9	100.0
<b>Meny rozvojových krajín</b>	<i>11.2</i>	<i>6.5</i>	<i>2.9</i>	<i>100.0</i>		<i>70.5</i>	<i>45.6</i>
1 Mexican peso	1.9	1.4	0.1	15.7	6.7	68.6	68.5
2 Singapore dollar	1.5	1.6	0.2	14.0	4.3	96.4	100.0
3 Hong Kong dollar	1.4	1.4	0.6	13.4	4.5	87.8	100.0
4 South Korean won	1.3	0.5	0.0	12.0	4.3	81.5	39.0
5 Chinese renminbi	1.3	0.2	0.0	11.4	8.6	38.4	15.2
6 Indian rupee	0.8	0.1	0.0	6.8	2.8	70.1	15.2
7 Brazilian real	0.8	0.4	0.1	6.4	2.9	64.8	45.3
8 South African rand	0.5	0.1	0.4	4.4	1.8	70.8	15.2
9 Turkish lira	0.3	0.1	0.2	3.4	1.2	85.0	15.2
10 Malaysian ringgit	0.3	0.1	0.0	3.0	1.3	70.4	39.0
11 Russian rouble	0.3	0.1	0.0	2.6	2.1	36.5	39.0
12 Indonesian rupiah	0.3	0.2	0.0	2.6	1.0	78.1	68.5
13 Thai baht	0.3	0.1	0.0	2.2	1.1	59.3	39.0
14 Argentinian peso	0.2	0.1	0.0	2.1	0.8	79.2	39.0

Zdroj: Thimann (2009)



## Príloha 2: Prehľad štúdií zaoberajúcich sa kauzalitou medzi cenou ropy a vývojom kurzu USD

Štúdia	Smer	Kauzalita	Teória	Periódna	Výmenný kurz	Cena ropy
<b>Cheng, 2008</b>	Krátkodobo a dlhodobý negatívny (okrem 80. rokov)	USD → ropa	PPP, lokálny, investičný a monetárny kanál	1980 - 2007	NEER a REER USD	Priemerná spotovú cenu ropy
<b>Bénassy-Quéré a kol., 2005</b>	Kointegrácia, dlhodobý pozitívna, negatívna od 2002	Reálna cena ropy → reálne USD, zmena v 2002	Vplyv Číny cez USD pegged režim a energeticky intenzívny rast	1974 – 2004	REER USD	Reálna trhovú cenu ropy
<b>Krichene, 2005</b>	Kointegrácia, dlhodobý a krátkodobý negatívny vplyv	USD → ropa	PPP, lokálny kanál	1970 – 2004	NEER USD	MMF cenový index ropy
<b>Yousefi, Wirjanto, 2005</b>	Negatívna elasticita exportných cien	Reálny USD – > ropa	PPP príjmov ropy	1989-1999	REER USD index	Mesačné spotové ceny 4 členov OPECu
<b>Yousefi, Wirjanto, 2004</b>	Negatívna korelácia	USD → ropa	PP príjmov ropy, nekompletný ERPT	1989 – 1999	REER USD	WTI, Brent, OPEC mesačná spotová cena
<b>Amano a van Norden, 1998</b>	Pozitívne kointegrovaný	Ropa → výmenný kurz	Reálna cena ropy reflektuje šoky vo výmenných reláciách	1972 – 1992	REER USD	Reálna WTI

Zdroj: Breitenfellner, A. – Cuaresma, J. C (2008)