BUDE AMERICKÝ DOLAR NADÁLE DOMINANTNÍ SVĚTOVOU REZERVNÍ MĚNOU?

Kamil Janáček, **Luboš Komárek**, Česká národní banka, Praha*

1. Úvod

Americký dolar (USD) si za dobu své 225leté existence[1] vydobyl výjimečné postavení mezi světovými měnami. Podstatnou část jeho vývoje byla hodnota USD svázána s drahými kovy – se stříbrem (do roku 1900) a zlatem (do roku 1971). O celosvětové rozšíření a postupnou dominanci USD v mezinárodním měnovém systému se však postaraly až dohody z Bretton Woods z roku 1944, které řešily poválečné uspořádání mezinárodního měnového systému. USD získával i následně na síle a stal se nejvýznamnější světovou měnou, k čemuž souběžně přispělo několik tendencí: (i) poskytnutí poválečné dolarové pomoci západoevropským státům a Japonsku, (ii) oceňování ropných, ale i většiny ostatních komoditních kontraktů v USD a vznik tzv. petrodolarů,[2] (iii) postupné oslabování vlivu Velké Británie jako supervelmoci a vznik eurodolarů a (iv) studená válka a zbrojní kontrakty denominované zejména v USD.

Vždy, když po pádu bretton-woodského systému procházel dolar obdobími poměrně silného oslabení (1977–78, 1985–89, 1993–95), objevily se úvahy zpochybňující postavení USD jako hlavní světové rezervní měny. Takové pochyby byly vždy vysoce hypotetické, neboť jak článek dále ukazuje, prozatím neexistuje skutečná alternativa vůči dolaru. Nicméně se vznikem eura v roce 1999 tyto úvahy opět ožily, zejména v důsledku opětného oslabování dolaru po roce 2002. A tak ještě před vypuknutím finanční krize v roce 2008 mnozí ekonomové viděli v euru rivala, který silně oslabí, ne-li nahradí dolar jako prostředek mezinárodních transakcí a měnové jednotky rezervních aktiv. Návrhy na nahrazení dolaru coby rezervní měny jinými měnami

* Názory v tomto příspěvku jsou naše vlastní a neodráží nezbytně oficiální stanovisko ČNB. Text odráží výsledky projektu GA ČR 403/11/2073

1 Americký dolar byl zaveden 6. července 1785 a 2. dubna 1792 byl na základě *Coinage Act* redefinován s určením jeho hodnoty, která byla dle ryzosti zlata a stříbra s ním svázána (1 USD = 24,7 až 27 gránů zlata = 371 až 416 gránů stříbra, přičemž 1 grán = 0,25 karátu, tj. 1/20 gramu).

2 Petrodolar je americký dolar, který některá země vydělala prodejem ropy.

(eurem, zvláštními právy čerpání[3] apod.) ještě zesílily po vypuknutí finanční krize; postupně se rovněž ozývají hlasy o aktivnější roli čínského renminbi (RMB) v mezinárodním měnovém systému.

Cílem článku je jednak ukázat na stále velmi silné postavení USD ve světovém finančním systému a dále zhodnotit jeho pravděpodobné budoucí postavení. Text článku je strukturován následovně. Druhá kapitola sumarizuje historický pohled na úlohu rezervní měny. Třetí kapitola formuluje – na pozadí Krugmanovy teorie dominantní světové měny – faktory určující mezinárodní pozici dané měny, včetně výhod a nevýhod pro zemi s globální rezervní měnou. Čtvrtá kapitola přináší diskusi o postavení současných rezervních měn a šancích čínského renminbi stát se rezervní světovou měnou. Závěrečná kapitola patří shrnutí.

2. Historický pohled na úlohu rezervní měny

Historie nám ukazuje, že status rezervní měny se vyvíjí v čase, a to kombinací ekonomické a politické síly příslušné země a ochoty přijímat ji ostatními uživateli, tj. nikoli náhlým rozhodnutím jedné země. Před rokem 1870 velká většina mezinárodních transakcí mezi zeměmi probíhala ve zlatě či stříbře. Rychlý růst mezinárodního obchodu však ukázal, že vyrovnávání mezinárodních transakcí drahými kovy není efektivní. Drahé kovy postupně nahradila libra šterlinků (GBP), a to jako prostředku mezinárodní směny, tak i rezervní měny. Ačkoliv ekonomická síla Velká Británie již v tomto období byla dohnána a následně rychle předehnána Spojenými státy, stále zůstávala nejvýznamnějším obchodním partnerem, majícím podíl mezi 20–30 % na světovém exportu. Velká Británie byla také největším účastníkem a zprostředkovatelem mezinárodních finančních operací. Jak uvádí Eichengreen (2005), cizí vlády, které si chtěly půjčovat, přicházely do Londýna, což činilo libru logickou měnovou jednotkou dluhových papírů, neboť po dluhopisech v jejich národních měnách nebyla poptávka.

Jelikož londýnský trh byl široký a likvidní, dluhopisy denominované v librách byly dobře obchodovatelné. A konečně Velká Británie aplikovala politiku zlatého standardu od roku 1717, tj. podstatně déle než jakákoliv jiná vyspělá země, a její stabilní politický a právní systém podporoval důvěru v libru coby světovou rezervní měnu. Přes všechny tyto výhody libra nikdy nedosáhla takové váhy coby rezervní měna, jakou později dosáhl dolar. Libra byla zcela jistě do konce 1. světové války převažující měnou používanou v mezinárodním obchodě. Williams (1968) odhaduje, že mezi lety 1860 až 1914 60 % světového obchodu bylo placeno v librách (GBP). Nicméně, v předvečer první světové války pouze 38 % oficiálních rezerv bylo drženo v librách, zatímco podíl francouzského franku (FRF) byl 25% a německé marky (DEM) 12% .

3 SDR (Special Drawing Rights) – měnová a účetní jednotka užívaná v rámci Mezinárodního měnového fondu (MMF) a při některých složitějších transakcích i v soukromém sektoru. SDR tvoří hlavní rezervní aktivum MMF. Bylo odvozeno od průměrné hodnoty amerického dolaru, německé marky, japonského jenu, francouzského franku a britské libry, tj. zemí nejvíce zapojených do globálního obchodního systému. Od roku 1999, kdy bylo zavedeno euro, tvoří koš SDR čtyři měny, tj.: USD, EUR, GBP a JPY.

První světová válka zasadila silný – byť ne fatální – úder libře coby rezervní měně a otevřela cestu dolaru jako důvěryhodné alternativě k britské měně. Velká Británie v roce 1917 dočasně zrušila mezinárodní konvertibilitu libry za zlato,[4] zatímco USA tuto konvertibilitu dále umožňovalo i po vstupu do války v roce 1917. USA se po 1. světové válce staly čistým věřitelem a prudce vzrostla jejich úloha coby zprostředkovatele reparačních plateb a dluhu jejich válečných spojenců. Po celá dvacátá léta minulého století vykazovaly USA vysoké přebytky běžného účtu platební bilance, které končily jako dolarově denominované půjčky cizím (převážně evropským) vládám.

Přes rostoucí význam dolaru ve světovém obchodu a investičních transakcích, libra a francouzský frank pokračovaly coby převažující rezervní měny v meziválečném období. Triffin (1964) propočítal, že v roce 1928 20 % světových měnových rezerv bylo drženo v dolarech, zatímco zbývajících 80 % bylo rozděleno v poměru 70:30 mezi libru a francouzský frank. A v roce 1933 – po krachu zlatého standardu – podíl dolaru na světových rezervách klesl na 5 %.

Vzestup USD jako rezervní měny po 2. světové válce byl dán jak dominující globální ekonomickou silou USA, tak rostoucím významem dolaru coby prostředku mezinárodní směny a mezinárodních finančních transakcí. Navíc, Velká Británie svá aktiva použila na splácení závazků vůči USA v rámci programu o půjčce a pronájmu, a Francie[5] (později i Německo a Japonsko) bránily internacionalizaci svých měn.

Z řad kritiků role USD coby globální rezervní měny bylo uváděno, že poskytuje Spojeným státům „přehnanou výsadu". Dokud byly měnové kurzy fixovány na základě Breton-woodského systému, byly USA jedinou zemí, která mohla volně stanovovat vlastní měnovou politiku (a ostatní země se jí de facto musely přizpůsobovat). Privilegium USA ve smyslu rozdělení ražebného bylo zdrojem rozporů již v průběhu bretton-woodského měnového systému (1944–1971).[6] Ke změně došlo až po pádu bretton-woodského měnového systému a následným nástupem volně plovoucích směnných kurzů umožňujících zemím jako Německo, jež se více zaměřovaly na cenovou stabilitu, odpoutat se od americké měnové politiky, kterou pokládaly za příliš inflační. Nicméně i v období volně plovoucích měnových kurzů si však Spojené státy udržely výhodu plynoucí z toho, že dolar zůstal klíčovou globální rezervní měnou, tj. USA mohly nadále financovat vysoké vnější deficity za velmi příznivé sazby.

Přes výše uvedené zpochybňování role USD coby globální rezervní měny, dolar v této funkci pokračuje i v novodobé historii, neboť prozatím žádná jiná měna se neukázala natolik silnou a důvěryhodnou, aby jej nahradila. Úvahy o náhradě jinou měnou, jak je dále ukázáno, tak zatím nepřekročily rámec spekulace.

---

4 Diskusi o roli zlata v mezinárodním měnovém systému a její vazbě na USD lze nalézt např. v práci Fraita a Komárka (2007).

5 Francie liberalizovala kapitálové transakce až koncem osmdesátých let minulého století.

6 V současnosti je opět využíváno USA ve formě financováním svého deficitu běžného účtu z asijských úspor.

3. Atributy dominantní světové měny

Podle Krugmana (1999, str. 167) je světovou měnou ta měna, která plní vedle tří standardních funkcí (prostředek směny, zúčtovací jednotka a uchovatel hodnoty) rovněž další „nadstandardní" funkce, které z ní činí měnu dominantní. Mezi tyto dodatečné funkce patří: (i) intervenční funkce, tj. užívání měny pro provádění měnových intervencí centrálními bankami; (ii) funkce zavěšení, tj. využívání měny jako fixační (kotevní) pro jiné měny, tj. využívání měny pro uchovávání hodnoty (ať již ve formě devizových rezerv nebo cizoměnových aktiv ekonomických subjektů); (iii) funkce rezervní. Historická zkušenost ukázala, že pokud určitá měna má tendenci dominovat v jedné z těchto „nadstandardních" funkcí, pak daná dominance bude narůstat i v plnění ostatních funkcí a daná měna bude upevňovat své postavení světové měny.

Mezi faktory určující mezinárodní postavení měny lze řadit: (i) míru držby devizových rezerv v dané měně; (ii) objem prováděných transakcí na finančních trzích v dané měně; (iii) objem prováděných transakcí na komoditních trzích v dané měně; (iv) objem prováděných transakcí v mezinárodním obchodě v dané měně; (v) podíl příslušné země na světové ekonomice, (vi) makroekonomickou stabilitu země a důvěru v měnu; (vii) rozvinutost a hloubku příslušného finančního trhu a (viii) tzv. síťové externality dané počtem a velikostí zemí, které tuto měnu používají. Ke změnám ve výše uvedených atributech dochází velmi pozvolně, a to v horizontech desetiletí. Právě výchozí pozice dané země ve světové ekonomice je přitom faktorem zásadním, neboť je zde patrný silný persistentní vývoj.

Rezervní měna musí být pevná, nepodléhat velké inflaci a nesmí být zdrojem finanční nestability. Při porovnání národních politik musí tedy autority brát do úvahy nejen národní zájmy, ale též mezinárodní rezervní roli národní měny. To vyžaduje značnou dávku disciplíny politiků – věc, která v praxi bývá často obtížně dosažitelná.

Ve světě existuje v současné době pouze několik „vyvolených" měn, které plní výše uvedené „nadstandardní" funkce. Vedle amerického dolaru, jde o euro, britskou libru, švýcarský frank, japonský jen a v širším smyslu i kanadský a australský dolar. Frait a Komárek (2006) označují takové měny za mezinárodní obchodní a rezervní měny.

3.1 Výhody země s rezervní světovou měnou

Země, jejíž měna se stala měnou světovou, získává několik podstatných výhod oproti zemím, jejichž měna nenaplňuje tyto atributy.[7] Jde zejména o: (i) větší rozsah aktivit pro domácí finanční instituce a jejich finanční rozvoj; (ii) ražebné jak z domácího tak zahraničního teritoria; (iii) úsporu potenciálních kurzových konverzních nákladů, neboť většina jejích exportů a importů je v národní – tedy její vlastní – měně; (iv) eliminaci ztrát z držby aktiv plynoucích z pohybu kurzu; (v) plnění role „bezpečného přístavu" v dobách hospodářských a finančních turbulencí a s tím související (vi) politické aspekty jako moc a prestiž.

7 Viz např. De Grauwe (2007) nebo Chinn a Frankel (2006).

Rozvoj finančních trhů v zemi, jejíž měna se stala měnou světovou, je nezpochybnitelnou výhodou této země, přináší užitek ekonomickým subjektů a zahrnuje v sobě i politické a reputační aspekty. Poválečné výlučné postavení USD je podporováno velice likvidními americkými kapitálovými trhy, které napomáhají eliminovat, resp. rychle neutralizovat útoky spekulantů.

Mandel (2011) rozděluje z pohledu mezinárodního peněžního oběhu emisi USD na primární a sekundární. Primární emise je výsledkem deficitního vývoje výkonové bilance, bilance přímých a portfoliových investic. V případě deficitní výkonové bilance se ekonomika USA stává čistým dlužníkem oproti světu, v případě vývozu investic vystupuje nejen v roli dlužníka, ale i investora. Z pohledu USA je výhodné emitovat hotovostní USD, které budou obíhat mimo území USA, neboť tak inkasuje ražebné. Jeho výše je dána rozdílem nakoupených výrobků a služeb v zahraničí snížené o náklady výroby USD. Toto privilegium USA bylo zdrojem rozporů již v průběhu bretton-woodského měnového systému (1944–1971); v současnosti je opět využíváno USA ve formě financováním svého deficitu běžného účtu z asijských úspor. Sekundární emise USD pak vzniká vlivem multiplikačního efektu na eurodolarovém trhu. Mandel (2011) uvádí, že v důsledku multiplikace depozit denominovaných v USD mimo území USA, je objem bankovních aktiv na eurodolarovém trhu přibližně trojnásobně vyšší oproti zahraničním dolarovým závazkům amerických bank.

Zřejmě hlavní výhodou země, jejíž měna je užívána jako globální kotva však je, že může financovat deficit platební bilance, aniž by se zadlužovala v cizí měně. To platí jak pro financování deficitu běžného účtu, tak pro financování investic do zahraničních firem a cenných papírů, což názorně demonstruje vývoj americké ekonomiky v posledních dvou desetiletích.

Kombinace výše uvedených faktorů může v praxi vést k nadhodnocení rezervní měny. K tomu dochází nejen v dobách turbulencí, ale i v dobách relativního klidu v mezinárodní ekonomice. I tehdy může být poptávka po rezervní měně větší, než by to vysvětlovaly ekonomické fundamenty. Tato situace vede ke zhoršení konkurenceschopnosti země s rezervní měnou, znevýhodňuje exporty a zvyšuje poptávku po dovozech. Poněvadž takto vzniklé deficity (obchodní i platební bilance) mohou být financovány v národní (a zároveň rezervní) měně, země postrádá disciplinující trh, který jinak tyto nerovnováhy vyvolávají, a který by vedl ke snížení deficitů. A tento stav bude trvat – či může trvat – po celou dobu, kdy reputace rezervní měny zůstává silnou a nezpochybnitelnou.

3.2 Nevýhody země s rezervní světovou měnou

Mezi nevýhody, které pramení pro zemi s rezervní světovou měnou lze řadit: (i) výkyvy v poptávce po dané měně vedoucí k volatilitě peněžní zásoby nebo úrokových sazeb; (ii) růst poptávky po domácí měně s potenciálem nadměrného zhodnocování a tvorby dlouhodobých deficitů běžného účtu; (iii) pokušení pro zemi s dominantní rezervní měnou vytvářet vysoké fiskální deficity; (iv) mezinárodní zodpovědnost; (v) omezení

účinnosti měnové politiky, pokud poptávka ze zahraničí ovlivňuje úroveň úrokových sazeb; (vi) přímá vazba na vývoj na komoditních trzích, zejména trhu s ropou, kdy oslabení dolaru při rostoucí ceně ropy vede k vyšší penalizaci amerických rezidentů (platí vyšší dolarovou cenu než země, jejichž měny vůči USD posilují).

Keynes a následně exaktněji Triffin (1964) poukázali na to, že pokud jsou ve světě vytvářeny rezervy pouze v měně jediné země, pak důvěra v tuto měnu následně eroduje. Triffinův paradox vyjadřuje poznání, že pokud národní měna plní současně roli mezinárodní rezervní měny, může to vést ke střetu zájmů mezi krátkodobými tuzemskými i dlouhodobými mezinárodními ekonomickými cíly. Použití národní měny jako globální rezervní měny vede k napětí mezi národní a globální měnovou politikou. Země, jejíž měna chce hrát roli globální rezervní měny, by totiž měla dostát dostatečné nabídce své měny ostatním zemím, aby byla uspokojena poptávka po této rezervní měně, která tvoří devizové rezervy ostatních zemí. Tento proces však současně vede ke kumulaci deficitu obchodní bilance (resp. bilance běžného účtu) země s rezervní měnou. V praktické rovině je Triffinovo dilema názorně vidět na reáliích současné americké ekonomiky.

Devizové rezervy lze z tohoto pohledu chápat jako dlužní úpisy vystavené zemí s rezervní měnou zbytku světa. To lze ilustrovat na případě Spojených států, které dluží ostatním zemím stále více peněz, viz např. Nguyen (2010). Čistá mezinárodní investiční pozice USA od roku 1985, kdy byla naposledy kladná, dosáhla pro rok 2010 deficitu 2,47 bilionů USD.[8] S růstem objemu držených dolarů v bilancích centrálních bank se tyto země nevyhnutelně začínají ptát, zda jejich pohledávky budou vůbec splaceny – nebo zda budou splaceny v dolarech, které budou mít vlivem možné vyšší inflace nižší reálnou cenu.

Vytváření deficitní platební bilance, zejména výkonové bilance má souvislost s růstem fiskálního deficitu země s dominantní rezervní měnou. Protože země disponující rezervní měnou si může tak snadno půjčovat (ostatní země jsou ochotny držet tyto dlužní úpisy i když jejich výnos se blíží nule), je těžké odolat pokušení rozmařilosti projevující se nadměrnou spotřebou. Spojené státy nepochybně nebyly schopny tomuto pokušení odolat, a tak vygenerovaly obrovský fiskální deficit.

4. Současné rezervní světové měny a role dolaru

4.1 Indexy míry dominance měny ve světě

Míru dominance měny ve světě lze přibližně kvantifikovat konstrukcí jednoduchých indexů, které demonstrují měřitelné aspekty významnosti dané měny pro světové hospodářství. Níže jsou prezentovány tři indexy pro čtyři nejdůležitější světové rezervní měny (americký dolar, euro, japonský jen a britskou libru), které zohledňují kritéria uvedená v předchozí části a dostupnost dat.

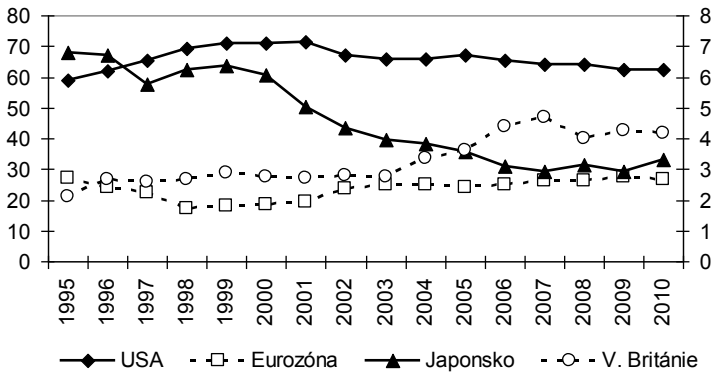
8 Prozatím nejvyšší záporné hodnoty (3, 26 biliónů USD) dosáhla čistá mezinárodní investiční pozice USA v roce 2008.

Index velikosti devizových rezerv poměřuje devizové rezervy denominované v měně země A vyjádřené na USD (FXR_A^{USD}) na celkových světových (W) devizových rezervách vyjádřených v USD (FXR_W^{USD}), tj.:

$$i^{FXR} = \frac{FXR_A^{USD}}{FXR_W^{USD}} \ , \tag{1}$$

Obrázek 1 přesvědčivě potvrzuje dominantní roli USD, která osciluje mezi 60–70 % na podílu světových devizových rezerv, tj. více než 2,5 násobně vyšším podílu v porovnání s EUR. Podíl JPY a GPB nepřevyšuje 5% hranici.

Obrázek 1
Podíl měn jednotlivých zemí na světových devizových rezervách (v %)



Poznámka: Údaje pro Japonsko a Velkou Británii jsou uvedeny na pravé ose.
Zdroj: COFER, IMF.

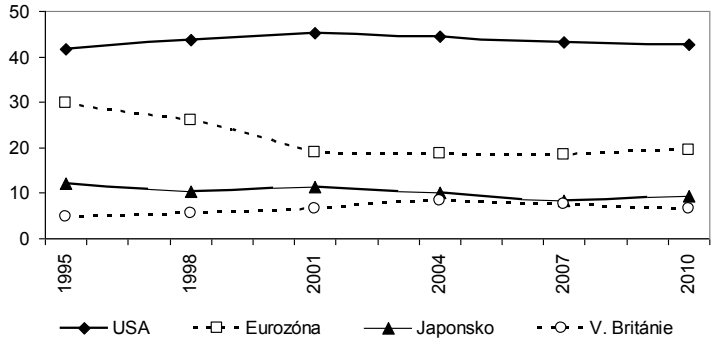
Index velikosti objemu transakcí na jednotlivých trzích aktiv (komoditní trh, OTC trh, atd.) denominovaných v měně země A a přepočtených na USD (T_A^{USD}) vzhledem k celkovému objemu transakcí přepočtených na USD (T_W^{USD}), tj.

$$i^T = \frac{T_A^{USD}}{T_W^{USD}} \ , \tag{2}$$

Obrázek 2 ilustruje míru využívání sledovaných měn při transakčních účelech. Z důvodu omezenosti dostupných dat jsou prezentovány údaje za devizový trh *(foreign exchange turnover)*, jenž zahrnuje obchodování na spotovém, forwardovém a swapovém trhu. Obraty na devizovém trhu jsou v porovnání s ostatními segmenty finančního trhu nejvyšší, kde z cca 45 % dominuje USD, při průměrném denním obratu v hodnotě cca 3200 biliónů USD. Role dolaru jako transakční měny by však byla ještě zvýrazněna, pokud by se do úvahy vzal obtížně kvantifikovatelný fakt jeho silné dominantní role na komoditních trzích, zejména trhu s ropou.[9]

9 Současné venezuelské nebo íránské snahy (v minulosti pak snahy irácké) o omezení role USD jako transakční měny na trhu s ropou nelze hodnotit jako úspěšné.

Obrázek 2
Podíl transakcí dle jednotlivých měn na celkově prováděných transakcích (v %)



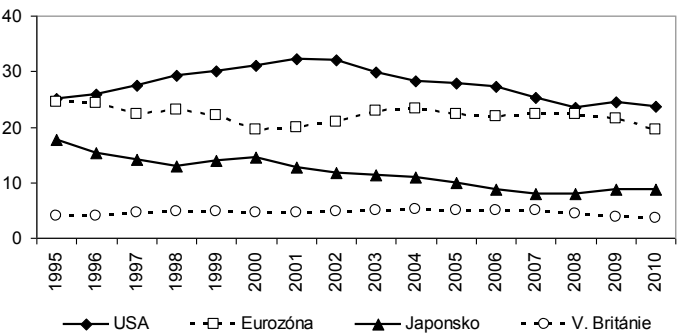
Poznámky: tříletá dotazníková periodicita (duben příslušného roku).
Zdroj: BIS.

Index podílu HDP země A vyjádřeného v USD (HDP_A^{USD}) na celosvětovém HDP vyjádřeném v USD (HDP_W^{USD}), tj.

$$i^{HDP} = \frac{HDP_A^{USD}}{HDP_W^{USD}} . \tag{3}$$

Obrázek 3 přináší procentní podíly sledovaných zemí na celosvětovém HDP. Zde již dominance USA, zejména oproti eurozóně není tak výrazná, jako tomu bylo u předchozích dvou ukazatelů.

Obrázek 3
Podíl HDP jednotlivých zemí na celosvětovém HDP (v %)



Zdroj: IMF, World Economic Outlook.

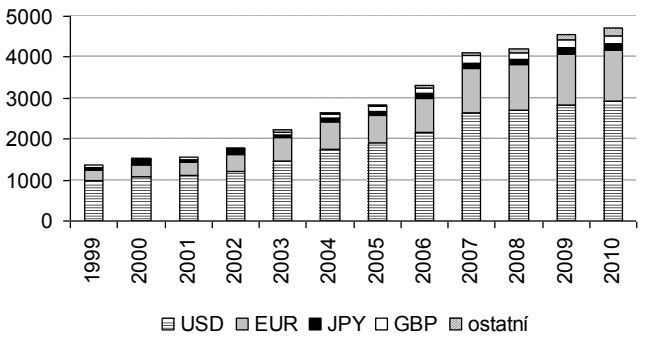
Výsledy výše uvedených indexu potvrzují bezprecedentní postavení USD v mezinárodním měnovém systému. K obdobným závěrům dochází např. i Durčáková (2010), která obdobně sestavuje šest indikátorů významu (nad)národních měn ve funkci

světových peněz.[10] Z její analýzy plyne shodný závěr o dominantním postavení USD, který ve čtyřech kritériích zaujímá první místo a ve dvou zbývajících místo druhé.

4.2 Stále dominantní americký dolar

USD patří od konce 2. světové války dominantní místo mezi světovými (rezervními) měnami, tj. eurem (a před rokem 1999 zejména německou markou), japonským jenem (JPY), britskou librou (GBP) a švýcarským frankem (CHF). Oblíbenosti výše uvedených měn se odráží v jejich využívání centrálními bankami jako měn rezervních. Datové zdroje[11] o výši a zejména skladbě devizových rezerv však jsou zatíženy nepřesností, která plyne z nezveřejňování těchto údajů některými centrálními bankami (např. Čína) a jejich vyžadování pro Mezinárodní měnový fond na dobrovolné bázi.[12]

Obrázek 4
Držba alokovaných měnových rezerv dle měnové struktury ve světě (v mld. USD)



Poznámka: USD – americký dolar, EUR – euro, JPY – japonský jen, GBP – britská libra.
Zdroj: COFER, IMF.

Obrázek 4 ukazuje měnovou skladbu alokovaných devizových rezerv v mld. USD. Mohlo by se zdát, že USD postupně ztrácí na oblibě na úkor ostatních rezervních měn, především EUR. Tento závěr by však byl unáhlený, neboť jednak indexy dominance ukázaly na neklesající roli dolaru a jednak celkové devizové rezervy netvoří jen rezervy alokované, ale i ty, u kterých není jejich přesná alokace známa,

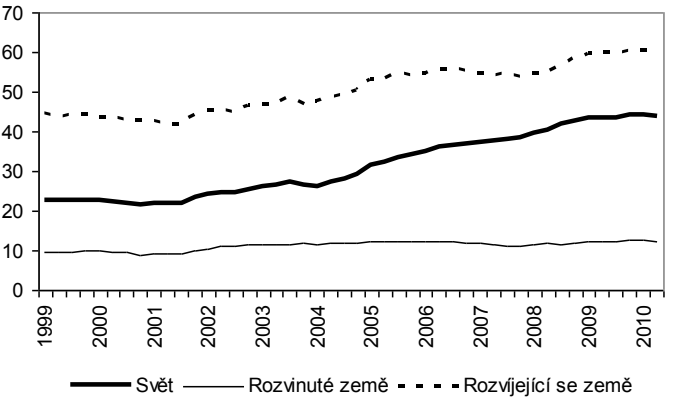
10 Jde o: podíl dané rezervní měny (USD, EUR, JPY, GBP) na světových devizových rezervách, (ii) podíl na devizovém obratu, (iii) podíl na úrokových derivátových trzích, (iv) výši euroměnových závazků bank, (v) mezinárodní emise dluhopisů a (vi) počet národních měn vázaných na rezervní měnu.

11 Databáze COFER (*Composition of Foreign Exchange Reserves)* – bez určení výčtu zemí, která poskytla data, nebo statistiky uváděné v IMF-IFS *(International Financial Statistic).*

12 Poklesem důležitosti zde míníme zejména setrvalé, byť pouze velmi mírné snižování podílu USD na devizových rezervách centrálních bank během období od nástupu eura.

resp. zveřejňována. Podíl nealokovaných rezerv na rezervách alokovaných je mnohem nižší u rozvinutých zemí, kde je tento podíl velmi stabilní a osciluje kolem hodnoty 10 %, viz obrázek 5. Naopak u rozvíjejících se ekonomik je tento podíl v čase rostoucí, a nealokované rezervy tvoří většinu celkových rezerv. Lze právě předpokládat, že obliba USD u rozvíjejících se zemí (zejména Čína a Indie) neslábne.

Obrázek 5
Podíl nealokovaných rezerv na celkových devizových rezervách (v %)

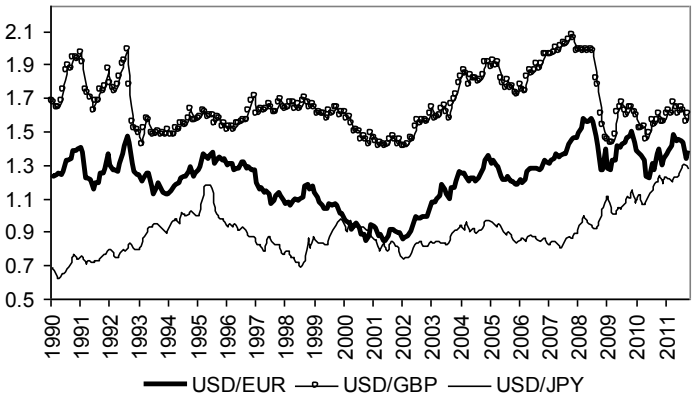


Poznámka: Svět je definován součtem rozvinutých a rozvíjejících se zemí.
Zdroj: COFER, IMF.

I ostatní asijské centrální banky, které chtějí udržet své měny podhodnocené k získání cenové konkurenční výhody pro export své produkce, odkupují americké státní dluhopisy. Asijské ekonomiky rovněž „vrací" USD, které získaly díky svému exportu do USA, zpět do americké ekonomiky a tím umožňují financovat dlouhodobý schodek obchodní bilance, resp. běžného účtu platební bilance. Dalším „ziskem" USA je pak to, že deficit obchodní bilance nepůsobí na oslabení dolaru a navíc díky návratu USD zpět do Spojených států je oslaben tlak na růst jejich úrokových měr. Je odhadováno, že se zhruba polovina veškerého objemu dolarů emitovaných Fedem (bankovek a mincí) nachází mimo území USA. Fed takto realizuje mnohem vyšší výnos z ražebného, než pokud by tomu bylo jinak, resp. pokud by využívání dolaru ve světové ekonomice bylo mnohem nižší.

Nicméně – přes vášnivé diskuse – se v posledních letech na postavení dolaru jako hlavní světové rezervní měny změnilo velmi málo. Země, které mají velké přebytky běžného účtu platební bilance, nadále hromadí své rezervy v USD, a to přesto, že zároveň vyjadřují obavy o „bezpečnost" držby svých aktiv v dolarech (zejména Čína). A tento trend trvá i při současné finanční (dluhové) krizi a hospodářském poklesu ve vyspělé části světa.

Obrázek 6
Vývoj kurzu USD k ostatním světovým rezervním měnám



Poznámka: pokles kurzu znamená posílení USD; kurz USD/JPY je vyjádřen k 100 jenům.
Zdroj: Thomson Reuters.

USD však hraje silně dominantní úlohu transakční měny i na komoditních trzích, zejména na trhu s ropou. Důsledky stanovování ceny ropy v jediné měně, tj. USD mají dalekosáhlé implikace, viz rovněž Hošek, Komárek a Motl (2011). I když některé země produkující ropu od svých zákazníků požadují úhradu v eurech, resp. jiné měně nikterak nenarušuje skutečnost, že se cena i jejich ropy stanovuje v eurech.[13] Exportéři ropy inkasují výnosy v USD, resp. v jeho ekvivalentu v jiné měně, nicméně k dovozu zboží a služeb využívají širší spektrum měn. Fluktuace USD tak přímo ovlivňuje reálný příjem, tj. kupní sílu zemí exportujících ropu. V podobné pozici jako exportéři ropy jsou i mezinárodní ropné společnosti, které fakturují ropu v USD, ale v zemích, kde působí, hradí část nákladů v daných národních měnách.

Vztah mezi hodnotou dolaru a cenami ropy je poměrně spletitý, liší se v krátkém a dlouhém období. Krátkodobé oslabení dolaru neovlivní vztah nabídky a poptávky po ropě, nicméně má vliv na spekulace na ropných termínových trzích. Oslabení USD vede k vyšší oblibě komodit, včetně ropy ze strany investorů, kteří se takto zajišťují proti slábnoucímu dolaru. Z dlouhodobého pohledu vede slabší USD k nižší nabídce a produkci ropy. Poptávka po ropě je však vlivem slabého USD stimulována, zejména mimo území Spojených států, což zvyšuje její spotřebu. Ve finále tak slabý dolar vede k protisměrným pohybům na straně nabídky a poptávky, tj. působí na snížení nabídky a zvýšení poptávky po ropě, což způsobí růst dolarových cen ropy.[14] Slabší dolar však

13 I kdyby teoreticky došlo k vystřídání dolarových cen cenami v eurech, dopady určování cen v jediné měně na trh s ropou by byly tytéž.

14 Alternativně slabší dolar vede k nižší kupní síle vývozců ropy. Pokud by za této situace zůstávaly ceny ropy v USD nezměněny, země produkující ropu omezí investice do rozvoje dalších kapacit a péče o stávající ropné naleziště, což může vést k vyššímu riziku ekologických havárií. Uvedené skutečnosti platí jak pro jednotlivé státy, tak i mezinárodní ropné společnosti.

působí rozdílně na spotřebitele ve Spojených státech a mimo území Spojených států. Země, jejichž měny oproti USD posilují tak mohou kompenzovat vyšší dolarové ceny ropy, což však neplatí pro americké rezidenty.[15]

Dolar je dominantní světovou měnou nejen při bezhotovostních (devizových) transakcích, ale i dominantní hotovostní (valutovou) měnou. Jak uvádí Goldbergová (2010), zhruba 75 % stodolarových bankovek, 55 % padesátidolarových bankovek a 60 % dvacetidolarových bankovek je v oběhu mimo území USA. K březnu 2009 bylo za hranicemi USA v oběhu 580 miliard amerického oběživa, což představuje 65 % všech bankovek vydaných FEDem. Držba amerických dolarů přináší USA především vyšší příjem z ražebného (nejen z území USA, ale i ze zahraničí), tj. z rozdílu mezi náklady na výrobu oběživa oproti jejich nominální hodnotě. Pro zahraniční subjekty představuje hlavní výhodu zachování hodnoty jejich úspor, což platí zejména v méně rozvinutých zemích, kde nejsou dobré makroekonomické vyhlídky a politický vývoj odráží podstatná rizika.[16]

4.3 Ostatní současné rezervní měny

Mezi novodobé další rezervní měny je především řazeno euro, které bylo postaveno zejména na kredibilitě německé makry (DEM), dále pak japonský jen (JPY), britská libra (GBP) a švýcarský frank (CHF). Význam těchto měn je v porovnání s USD (s výjimkou eura) řádově nižší, viz obrázek 1. Samotné euro však svůj význam jako rezervní měny nezvyšuje, což je dáno: (i) jeho pouhou dvanáctiletou historii oproti řádově vyšší délce používání ostatních rezervních měn, byť jej značná část její kredibility spojena s německou markou; (ii) ekonomickou heterogenností ve vyspělosti jednotlivých členů eurozóny, která napříč zeměmi a časem se výrazně nezměnila; (iii) ekonomickými problémy zemí jižního křídla eurozóny a Irska s její možnou eskalací do podobny dluhové krize. Obrázek 7 ukazuje, jaký byl podíl rezervních měn současných zemí eurozóny, tj. německé marky (DEM), francouzského franku (FRF) a holandského guldenu (NGL) na světových devizových rezervách, včetně jejich porovnání s tímto podílem pro euro. Od roku 2001 do počátku finanční krize rostl podíl eura, avšak během posledních čtyř let významnost eura klesá a je pod úrovní součtu podílu evropských rezervních měn před vznikem eura.

15 Na ropném (komoditním) trhu tak nastává situace, kdy rovnováha obchodu je silně ovlivňována dolarem jako rezervní měnou. Provádění transakcí v amerických dolarech vede k tomu, že inflace a cena ropy ve velké míře závisí na kurzu dolaru i u těch zemí, které dolar nepoužívají. Země, které vyvážejí ropu, zároveň často nejsou schopné tržby v USD investovat do svého rozvoje, a tak proudí získané dolary zpátky do USA (kapitál, půjčky), což je pro USA výhodné, ale skrývá to i větší rizika pro případ krize.

16 Postavení rezervní měny má svůj odraz i v kriminální sféře. Zde se euro stává zdatným konkurentem dolaru, neboť nejvyšší běžně dostupná americká bankovka má hodnotu 100 USD, což je vzhledem k aktuálnímu kurzu menší než pětinová hodnota nejvyšší eurové bankovky s nominální hodnotou 500 EUR.

Obrázek 7
Poměr EUR a jeho předchůdců (DEM, FRF a NGL) k celkovým alokovaným světovým devizovým rezervám (v %)

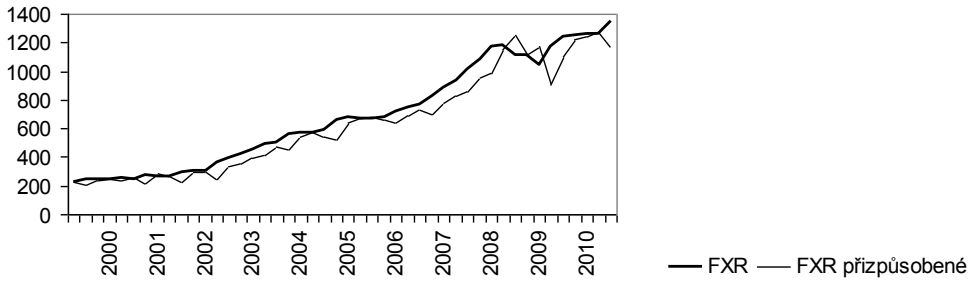
Poznámka:DEM – německá marka, FRF – francouzský frank, NGL – nizozemský gulden.
Zdroj: COFER, IMF.

Uvedený efekt se stává ještě zřetelnějším při provedení korekce eurových devizových rezerv o efekt vývoje měnového páru USD/EUR. Apreciace eura zvyšuje reálný růst eurových rezerv denominovaných v USD, depreciace eura vůči USD má opačné důsledky. Korekce eurových devizových rezerv lze vyjádřit pomocí přizpůsobovacího mechanismu[17] dle tvaru:

$$\alpha = \frac{\left(1 + \Delta FXR_{EUR}^{USD}\right)}{\left(1 + \Delta E^{EUR/USD}\right)} \tag{4}$$

Obrázek 8 ukazuje, že standardní statistiky o držbě eurových devizových rezerv jsou po zohlednění výše uvedené korekce nadhodnocovány. Tato hodnota byla, až s výjimkou několikaměsíční periody po pádu Lehman Brothers, vždy nižší. Alarmující je rovněž vývoj v roce 2010, kdy takto přizpůsobené eurové rezervy poměrně významně klesají.

Obrázek 8
Eurové devizové rezervy (v %)



Poznámka: Přizpůsobené devizové rezervy v eurech byly získány dle vzorce 4.
Zdroj: COFER, IMF.

17 Viz např. DZ Bank Research Flash 17th Jan 2011, str. 3.

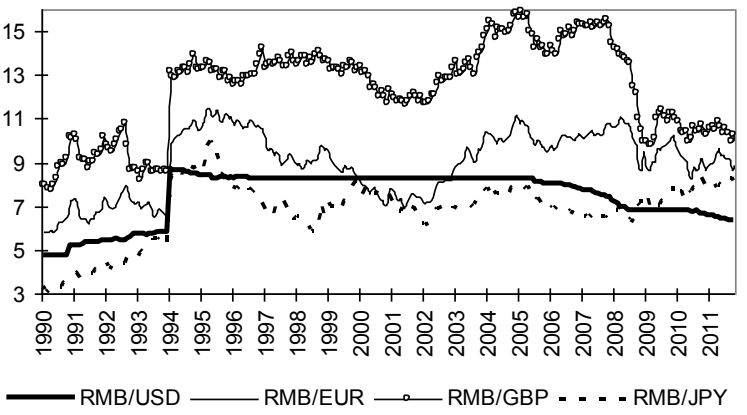
4.4 Čínské renminbi – budoucí rezervní měna?

Postupné sílící hlasy pro vznik nové světové rezervní měny lze zaznamenat zejména z řad čínských, ale i dalších asijských a ruských představitelů. Nicméně dle výše uvedených osmi atributů světové rezervní měny, jich prozatím Čína naplňuje velmi málo. Jde de facto pouze o rychle rostoucí podíl Číny na světové ekonomice. Čínské snahy o vznik nové rezervní měny pramení z toho, že Čína drží absolutně nejvyšší devizové rezervy na světě (zřejmě z většiny denominované v USD), což v periodách slábnoucího dolaru vede k jejich znehodnocování a otázkám o přílišné svázanosti s ekonomikou USA. Nicméně znehodnocování dolaru při fixaci renminbi k USD vede k nepřímému oslabování renminbi a tedy k podpoře čínského exportu.

Renminbi bylo oproti USD několik let fixováno na úrovni 8,3 RMB/USD, viz obrázek 9. Od konce července 2005 byl čínskou centrální bankou nastaven systém umožňující alespoň mírné posilování. Od toho bylo od konce července 2008 upuštěno a v období finanční krize tak Čína opětovně fixovala hodnotu renminbi k USD. Zvrat nastal až v červnu 2010, od kdy je opětovně možná alespoň mírná apreciace kurzu RMB/USD. Propočty řady studií však přesto ukazují, že je renminbi nadhodnocené o 20 %, s výchylkou dle odhadů o 10 procentních bodů.

Kurzový vývoj renminbi k ostatním rezervním měnám de facto odráží pohyb USD vůči těmto měnám (viz obrázek 6 a 9). Renminbi od počátku finanční krize výrazně posílilo vzhledem k britské libře, mírně proti euru. Oslabení RMB došlo proti japonskému jenu, který výrazně vůči USD posílil.

Obrázek 9
Kurz renminbi k USD a ostatním světovým rezervním měnám



Poznámka: pokles kurzu znamená posílení USD; kurz USD/JPY je vyjádřen k 100 jenům.
Zdroj: Thomson Reuters.

K naplnění ambicí renminbi stát se světovou rezervní měnou brání několik prozatím nesplněných podmínek, které je de facto nemožné i ve střednědobém horizontu naplnit. První a zásadní věcí je zavedení volné směnitelnosti renminbi a jeho odpoutání od koše měn s dominantním postavením USD. Druhým faktorem je stále ještě nedostatečná síla čínské ekonomiky; zde však dochází k viditelnému rozvoji. Renminbi není možné z těchto důvodů používat jako rezervní měnu.[18]

Neméně podstatné jsou i ne ryze ekonomické faktory, jako je de iure komunistické zřízení Číny řízené pětiletými plány a rovněž vojenské výdaje, které nedosahují ani 20 % výdajů USA. Další aspekty, jako je generační důvěra v USD, se budují jen velmi pozvolna.

5. Závěr

Období po 2. světové válce je pro mnoho ekonomů, kteří se zabývají penězi, zlatou érou. Ne z toho důvodu, že by byl obnoven význam zlata v mezinárodním měnovém systému, ale proto, že peněžní teorie se na desetiletí dostala do popředí zájmu teoretických ekonomů a v oblasti peněz a měnové politiky prošel svět nesmírně zajímavým vývojem. Ten se týkal i amerického dolaru, nejvýznamnější rezervní měny, která přetrvává až do současnosti. Pozici dolaru jako vedoucí světové rezervní měny neohrozily ani události, jako byl rozpad bretton-woodského systému (1973), období převážně slabého USD v 70. až 90. létech minulého století, vznik jednotné měny eurozóny (1999),[19] snahy některých zemí[20] „uměle" oslabit roli dolaru a probíhající světová finanční a dluhová krize.

Jak kdysi poznamenal Charles de Gaulle, status rezervní měny je „nesmírné privilegium". Země, jejíž měna slouží coby rezervní měna, má nižší transakční náklady a nižší riziko v mezinárodním obchodě. Pokud si v cizině půjčuje ve své vlastní měně, přenáší měnové riziko na věřitele, což jí mj. umožňuje více si půjčovat. Je proto samozřejmé, že Spojené státy – které tohoto privilegia využívají podstatně déle, než tomu bylo u Velké Británie – nemají žádný zájem ho ztratit či se o něj významněji dělit s jinými zeměmi.

Článek dokládá, že přestože USA již nejsou tak dominantní globální ekonomickou velmocí jako tomu bylo, když se dolar stal světovou rezervní měnou, prozatím dolaru nehrozí bezprostřední nebezpečí, že tuto pozici ztratí. Také nic nenasvědčuje tomu, že by problémy americké ekonomiky během a po finanční (dluhové) krizi či způsob, jakým americká vláda a Fed tyto problémy řešily, znamenaly ústup dolaru z pozice primární světové rezervní měny. Změna měnových portfolií investorů je nákladným a komplikovaným procesem, a tak se pro ni dle našeho názoru v případě USD jen těžko tržní subjekty v blízké budoucnosti dohodnou. Důvodem je zejména neexistence takové měny, která by mohla adekvátně nahradit USD. Minulé pokusy, ať již

18 Indexy míry dominance měny ve světě popisované v části 5 nebylo možné z důvodu absence dat pro renminbi vypočítat, vyjma podílu čínského HDP na celosvětovém HDP, který ke konci roku 2010 dosáhl 9,3 % celosvětového HDP (z hodnoty 0,25 % celosvětového HDP v roce 1995).

19 Problémy s fiskálními kritérii eurozóny u Řecka, Portugalska, Španělska a Irska naopak pozici USD posílily.

20 Jde zejména o Venezuelu, Kolumbii nebo Irán.

teoretické ve formě např. Keynesova bancoru, nebo prakticky sice částečně uskutečněné, nicméně „zakonzerovavé" jako je využití zvláštních práv čerpání (SDR), selhaly. Nicméně i v současné době zaznívají hlasy na vyšší roli SDR v reformě mezinárodního měnového systému, viz např. Stiglitz (2003, 2011).

Lze si sice představit, že – ve vzdálenější budoucnosti – Čína může použít své naakumulované dolarové pohledávky vůči USA, aby oslabila postavení dolaru (jako to ostatně v minulosti provedly Spojené státy vůči Velké Británii v období těsně po druhé světové válce). Nicméně lze těžko uvěřit, že by ve středním období Čína považovala takovýto krok za užitečný pro svoji ekonomiku a měnu. Učinit renminbi plně směnitelné a provést další nezbytné kroky, aby plnilo všechna kritéria světové rezervní měny, vyžaduje určitě dlouhé období.

Pokud eurozóna překoná současnou dluhovou krizi a euro bude zachováno, je pravděpodobnější, že bude euro a po určité adaptační době i renminbi postupně více používáno v mezinárodních transakcích – zejména v Evropě, resp. v Jihovýchodní Asii – jak tomu již je u eura v poslední dekádě. Rychlost, s jakou tento proces bude pokračovat, závisí spíše na rozhodnutí účastníků těchto transakcí, než na politikách vlád.[21]

Je též realistické předpokládat, že v průběhu času rostoucí část měnových rezerv centrálních bank bude držena v jiných měnách, než je americký dolar. Rozsah a hlavně rychlost, s jakou se to stane, bude primárně záležet na politikách jednotlivých centrálních bank a vlád. Obzvláště důležité budou kroky Číny a Ruska, pokud jde o jejich režimy směnných kurzů. Pokud budou nadále vázat směnné kurzy svých měn na dolar, pak budou muset většinu svých měnových rezerv držet v dolarech. Pokud se rozhodnout vázat své měny na jinou měnu než dolar, pak zákonitě budou muset mít v rezervách více této měny. A pokud se rozhodnou pro plovoucí kurz, pak objem měnových rezerv (v jakékoliv měně) se viditelně sníží.

Vyjdeme-li z předpokladu, že vývoj spěje do stavu, kdy na zemi bude více center ekonomické a politické moci, a že tento vývoj proběhne mírumilovně, je pak logické též předpokládat, že roli měnových rezerv bude hrát více měn, a nikoliv dominantně americký dolar. A historie nám ukazuje, že půjde o postupný, nikoliv překotný a náhlý proces.

Literatura

DE GRAUWE, P. 2007. *Economics of Monetary Union*. 7. vydání. Oxford, Oxford University Press, 2007. 296 stran. ISBN 978-0-19-929780-1.

DURČÁKOVÁ, J. 2009. Systému měnových kursů, jejich volba v tranzitivních ekonomikách a dopady na vývoj inflace a ekonomického růstu. *Politická ekonomie*, 2009, Vol. 57, No. 3, pp. 344–360.

EICHENGREEN, B. 2005. Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition. NBER Working Papers 11336, National Bureau of Economic Research, Inc.

FRAIT, J., KOMÁREK, L. 2006. Půlstoletí vývoje světových peněz. *Politická ekonomie*, 2006, Vol. 54, No. 3., pp. 307–325.

21 I když v případě renminbi bude rychlost a rozsah jeho použití v mezinárodních transakcích klíčově záviset na rozhodnutích čínské vlády.

GOLDBERG, L. S. 2010. Is the International Role of the Dollar Changing? Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, January 2010, No. 1.

HOŠEK, J.; KOMÁREK, L.; MOTL, M. 2011. Měnová politika a ceny ropy. *Politická ekonomie*, 2011, Vol. 59, No. 1, pp. 22–46.

CHINN, M.; FRANKEL, J. A. 2007. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?" NBER Chapters, in: G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, pages 283-338 National Bureau of Economic Research, Inc.

KRUGMAN, P. 1999. *Currencies and Crises*. 7 vydání. Cambridge, The MIT Press, 1999. 213 stran. ISBN 0-262-61109-0.

MANDEL, M. 2011. Několik otázek k současnému postavení amerického dolaru. *Mezinárodní politika*, č. 2, s. 11–13.

NGUYEN, E. L. 2010. The International Investment Position of the United States at Yearend 2009. July 2010, *Survey of Current Business*, Vol. 90, No. 7, pp. 9–19.

TRIFFIN, R. 1964. The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives. in *Princeton Studies in International Finance*, No. 12.

SJAASTAD, L. A., SCACCIAVILLANI, F. 2003. The Price of Gold and the Exchange Rate. In TCHA, M. (ed.). *Gold and the Modern World Economy*. Routledge, 2003.

STIGLITZ, J. 2003. Dealing with Debt: How to Reform the Global Financial System. *Harvard International Review* 25, No. 1 (Spring 2003), pp. 54–59.

STIGLITZ, J. 2011. The best alternative to a new global currency. *Financial Times*, March 31, 2011.

WIGGINS, Ch. 2003. Western Australan Mineral Commodity Outlook. In TCHA, M. (ed.). *Gold and the Modern World Economy*. Routledge 2003.

WILLIAMS, D. 1968. The Evolution of the Sterling System. In WHITTLESEY, C. R.; WILSON, J. S. G. (eds.). *Essays in money and banking in honour of R. S. Sayers*. Oxford: Clarendon Press, 1968.

WILL US DOLLAR CONTINUE AS THE WORLD MOST IMPORTANT RESERVE CURRENCY?

Kamil Janáček, Czech National Bank, Na Příkopě 28, CZ – 115 03, Prague 1 (kamil.janacek@cnb.cz); **Luboš Komárek**, Technical University Ostrava, The University of Finance and Administration, Czech National Bank, Na Příkopě 28, CZ – 115 03, Prague 1 (lubos.komarek@cnb.cz).

Abstract

The article aims to show both the still very strong position of the USD in the global financial system and assess its likely future position. It illustrates that although the U.S. is no longer the dominant global economic power that it was when the dollar became the global reserve currency, the dollar so far is not in immediate danger of losing its privileged position. Despite the challenges facing the USD as the global reserve currency, it continues its dominant role since no other currency has shown itself strong and credible enough to replace it. Considerations on replacing dollar with other currency are no more than a speculation.

Keywords

US dollar, FX reserves, renminbi

JEL Classification

N10, E40, E50