

---

A N N A L E S  
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA  
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLIX, 2

SECTIO H

2015

---

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Katedra Gospodarki Światowej i Integracji Europejskiej

KATARZYNA TWAROWSKA

e-mail: k.twarowska@poczta.umcs.lublin.pl

*Polityka kursowa Stanów Zjednoczonych a deficyt handlowy*

---

Exchange rate policy and trade deficit in the United States of America

**Słowa kluczowe:** polityka kursowa, dolar, deficyt handlowy

**Keywords:** exchange rate policy, dollar, trade deficit

### Wstęp

Polityka walutowa krajów silnych gospodarczo, jak Stany Zjednoczone, ma duże znaczenie dla reszty świata. Możliwości oddziaływania narodowej polityki kursowej zależą od „siły monetarnej” danego kraju. W latach 90. XX wieku obok Stanów Zjednoczonych do grupy takich krajów zaliczano Japonię, Niemcy, Wielką Brytanię i Francję, wskazując przy tym wiodącą rolę trzech wymienionych na początku państw [Chrabonszczewska, Kalicki, 1998, s. 132]. Obecnie, w sytuacji rosnącego znaczenia gospodarki chińskiej oraz zacieśnienia współpracy walutowej w Europie, zasadne wydaje się rozszerzenie tej grupy o strefę euro i Chiny.

Oprócz wskazanego zewnętrznego znaczenia polityki kursowej Stanów Zjednoczonych, kurs dolara jest przede wszystkim instrumentem realizacji krajowych celów gospodarczych. Jak wskazuje teoria ekonomii, kurs walutowy jest czynnikiem bezpośrednio wpływającym na poziom inflacji, przepływy kapitału, przepływy handlowe i konkurencyjność eksportu, a przez to również na bilans obrotów handlowych. Powiązania pomiędzy kursem walutowym i przepływami handlowymi są obustronne, czyli zarówno kurs walutowy oddziałuje na kształtowanie się salda bilansu handlowego, jak i to saldo wpływa na zmianę relacji kursowych. Zależności te stają się szczególnie ważne w kontekście utrzymującego się od wielu lat deficytu handlowego

Stanów Zjednoczonych oraz narastających globalnych nierównowag, gdzie po jednej stronie znajdują się Stany Zjednoczone, a na przeciwnym biegunie Chiny.

Celem niniejszego opracowania jest analiza i ocena polityki kursowej Stanów Zjednoczonych oraz jej powiązań z bilansem handlowym. Trzeba jednak pamiętać, że kurs walutowy jest tylko jednym z czynników wpływających na kształtowanie się bilansu handlowego i ważne są również inne czynniki, takie jak: konkurencyjność gospodarki, prowadzona polityka fiskalna oraz monetarna czy skłonność społeczeństwa do oszczędzania. Dlatego też w pracy, oprócz badania zależności pomiędzy kształtowaniem się kursu dolara i saldem bilansu handlowego, analizie poddano również inne wskaźniki, jak: wysokość deficytu budżetowego, dynamika PKB, inflacja, stopa procentowa, inwestycje i oszczędności. W analizie wykorzystano m.in. dane statystyczne UNCTAD, Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Eurostatu. W artykule przedstawione zostaną również najważniejsze porozumienia międzynarodowe dotyczące kształtowania kursów walut. Tego typu porozumienia były istotne zarówno bezpośrednio po upadku systemu walutowego z Bretton Woods, gdyż przyczyniały się do stabilizowania rynku walutowego, ale wydaje się, że rola współpracy międzynarodowej w obecnych warunkach szybko postępującej globalizacji gospodarki światowej jest jeszcze ważniejsza.

### **1. Powiązania pomiędzy kursem walutowym i handlem według teorii parytetu siły nabywczej oraz teorii bilansu płatniczego**

Sformułowana przez szwedzkiego ekonomistę Gustava Cassela teoria parytetu siły nabywczej (*Purchasing Power Parity – PPP*), [Hoontrakul, 1999, s. 5], przyjmuje, zgodnie z prawem jednej ceny (*Law of One Price*), że identyczne towary powinny być sprzedawane na różnych rynkach po tej samej cenie, jeśli ceny te wyrażone zostaną w jednej walucie. W praktyce prawo jednej ceny nie jest zwykle spełnione, m.in. ze względu na występowanie kosztów transportu, ograniczeń w handlu, odmiennych preferencji konsumentów oraz różnic w poziomie dochodów realnych w poszczególnych krajach [Engel, Rogers, 1999]. Dlatego też teoria ta nie jest wykorzystywana samodzielnie do prognozowania kursów walutowych, ale może sugerować pewne zależności [Rogoff, 1996, s. 647–665].

Teoria parytetu siły nabywczej zapoczątkowała systematyczne badanie związków między kursem walutowym a konkurencyjnością eksportu [Bilski, 2006, s. 51–57], które wskazują m.in., że o ile w krótkich okresach kurs nominalny może odchyłać się do parytetu siły nabywczej, to w długim okresie powinien on oscylować wokół tego parytetu. Trwałe utrzymywanie kursu waluty poniżej kursu równowagi i niedopuszczenie do jej realnej aprecjacji stanowi istotny czynnik wspierający utrzymanie konkurencyjności eksportu danego kraju<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Szerzej na temat tej teorii, jej weryfikacji i oceny w: [Murray, Pappel, 2005, s. 410–415].

Zależności pomiędzy kursem walutowym i przepływami handlowymi bardziej szczegółowo przedstawia teoria bilansu handlowego. Pogląd, że kurs walutowy wyraża stan bilansu płatniczego, występuje w teorii ekonomii od wielu stuleci. Na powiązania pomiędzy kursem walutowym i bilansem handlowym wskazywał już angielski ekonomista i teoretyk merkantylizmu – Thomas Mun [Drabowski, 1985, s. 109]. Współcześnie teorię tę rozwinął przede wszystkim Ragnar Nurkse [Nurkse, 1945]. Początkowo uznawano tylko zależność kursu walutowego od bilansu handlowego, jednak wraz ze wzrostem znaczenia obrotów kapitałowych teoria została zmodyfikowana, łącząc kurs walutowy ze wszystkimi formami obrotów płatniczych z zagranicą.

Stan rzeczywistej równowagi bilansu płatniczego<sup>2</sup> można przedstawić jako sumę salda rachunku bieżącego oraz rachunku kapitałowego bilansu płatniczego [Misztal, 2009, s. 49–51]:  $ca_t + ka_t = 0$ ,

gdzie:  $ca_t$  – rachunek bieżący bilansu płatniczego,  $ka_t$  – rachunek kapitałowy bilansu płatniczego.

Saldo rachunku obrotów bieżących w największym stopniu zależy od eksportu netto oraz płatności odsetkowych netto od zagranicznych aktywów, co wyraża się równaniem:  $ca_t = nx_t + i_t nfa_t$ ,

gdzie:  $nx_t$  – eksport netto,  $i_t nfa_t$  – płatności odsetkowe netto od aktywów zagranicznych netto.

Zgodnie z teorią bilansu płatniczego zakłada się, że realny kurs walutowy oraz *terms of trade*, jako miary konkurencyjności, mają wpływ na eksport netto i rachunek obrotów bieżących. Ponadto zakłada się, że wzrost dochodu narodowego w kraju pogarsza eksport netto poprzez zwiększenie importu, podczas gdy wzrost dochodu narodowego za granicą zwiększa popyt na krajowy eksport i poprawia pozycję eksportową netto kraju. Biorąc pod uwagę opisane wyżej zależności, eksport netto można wyrazić następującym równaniem:

$$nx_t = \alpha_1 (s_t + p_t^* - p_t) - \alpha_2 y_t + \alpha_3 y_t^*$$

gdzie:  $s_t$  – kurs walutowy,  $p_t$  – poziom cen w kraju,  $y_t$  – dochód narodowy w kraju,  $p_t^*$  – poziom cen za granicą,  $y_t^*$  – dochód narodowy za granicą,  $\alpha$  – odpowiednio elastyczności.

Saldo rachunku kapitałowego zależy natomiast przede wszystkim od stopy procentowej w kraju i za granicą:

$$ka_t = (\mu i_t - i_t^* - \Delta s_{t+k}^e),$$

gdzie:  $i_t$  – stopa oprocentowania krajowych depozytów,  $i_t^*$  – stopa oprocentowania depozytów zagranicznych,  $\Delta s_{t+k}^e$  – oczekiwana zmiana kursu walutowego.

<sup>2</sup> Zgodnie z tym modelem standardowym warunkiem równowagi bilansu płatniczego jest występowanie płynnego kursu walutowego oraz brak interwencji banku centralnego na rynku walutowym.

Wzrost krajowej stopy procentowej prowadzi do napływu kapitału do kraju, z kolei wzrost stopy procentowej za granicą zmniejsza napływ kapitału i prowadzi do wzrostu oczekiwanego kursu walutowego (deprecjacji waluty krajowej).

Przekształcając powyższe równania, otrzymuje się formułę, która wyraża równowagę kursu walutowego [Kanamori, Zhao, 2006, s. 52–53]:

$$s_t = p_t - p_t^* - \left( \frac{\alpha_2}{\alpha_1} \right) y_t + \left( \frac{\alpha_3}{\alpha_1} \right) y_t^* - \frac{1}{\alpha_1} (i_t nfa_t) - \left( \frac{\mu}{\alpha_1} \right) (i_t - i_t^* - \Delta s_{t+k}^e)$$

Założenie o pozytywnym wpływie deprecjacji/dewaluacji waluty na saldo bilansu handlowego znalazło potwierdzenie w licznych analizach empirycznych. Między innymi na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych zaobserwowano, że spadek wartości dolara o jeden procent powinien, z rocznym lub dwuletnim opóźnieniem, przynieść efekt w postaci poprawy bilansu handlowego o około 3 mld USD [Agnew, Corbridge, 1991, s. 62]. Jednak są również okresy, które takiej zależności nie potwierdzają.

## 2. Realizacja polityki walutowej w Stanach Zjednoczonych – uwagi wstępne

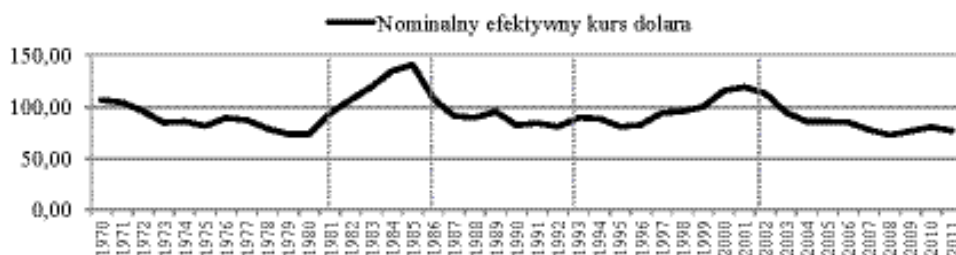
Rozpoczynając analizę polityki walutowej Stanów Zjednoczonych, interesujące wydaje się poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, czy Stany prowadzą aktywną politykę kursową. Sekretarze Skarbu od lat podkreślali, że Stany Zjednoczone prowadzą taką politykę, określając ją jako *strong dollar policy*, wskazując jednak, że rzadko podejmowane są bezpośrednie działania mające na celu zmianę wartości dolara [Bradsher, 1995; *New Treasury*, 2006; Petruno, 2009].

Od upadku systemu walutowego z Bretton Woods w 1973 r. kurs dolara kształtował się w efekcie działania sił rynkowych. Jedną z głównych przyczyn upadku tego systemu była rosnąca niezdolność do utrzymywania stałych kursów walutowych w obliczu znacznego wzrostu międzynarodowych przepływów kapitałowych i w warunkach postępującej globalizacji gospodarki światowej [Eichengreen, 1996, s. 93–135]. Teorie zaliczane do głównego nurtu ekonomii wskazują, że kraj, który jest otwarty na międzynarodowe przepływy kapitału (tak jak Stany Zjednoczone), nie jest w stanie kontrolować równocześnie kursu swojej waluty i wysokości stóp procentowych<sup>3</sup>. Ze względu na fakt, że stopy procentowe są kluczowym instrumentem wykorzystywanym do osiągnięcia celu polityki stabilizowania gospodarki krajowej, a przede wszystkim utrzymania wysokiego zatrudnienia i niskiej inflacji,

<sup>3</sup> Problem ten określany jest jako trójkąt niespójności, trylemat niemożności, *impossible trilemma*, *Mundell's Impossible Trinity* [Angeloni et al., 2011, s. 30]. Zależność tę wyjaśnia model Mundella–Fleminga [Mundell, 2001, s. 215–226].

banki centralne w krajach wysokorozwiniętych, w tym System Rezerwy Federalnej (FED) w Stanach Zjednoczonych, kontrolują stopy procentowe, a zatem pozwalają, aby ich kurs walutowy kształtował się w sposób mniej lub bardziej płynny.

Kurs walutowy nie jest więc podstawowym celem polityki FED, jednak takie instrumenty, jak: luzowanie ilościowe (*quantitative easing*), bodźce fiskalne (*fiscal stimulus*) czy redukcja zadłużenia mogą wpływać na jego poziom, przyczyniając się do realizacji założonych celów makroekonomicznych [Elwell, 2011, s. 16–17]. Okazjonalnie jednak rząd Stanów Zjednoczonych podejmuje działania bezpośrednio oddziaływujące na kurs dolara (m.in. zapowiedzi słowne interwencji na rynku walutowym). Ponadto polityka rządu, programy gospodarcze i instytucje, które mają na celu wzmocnienie potencjału gospodarki amerykańskiej, pośrednio wywierają również pozytywny wpływ na dolara.

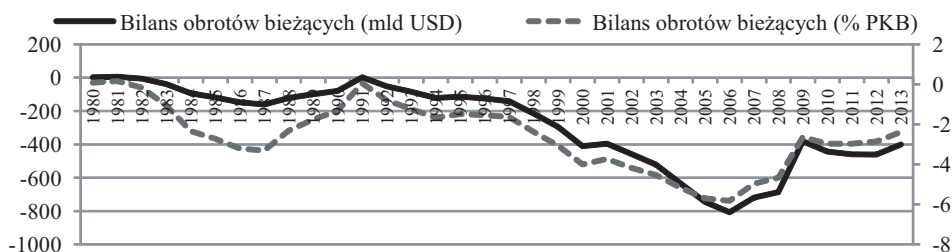


Rysunek 1. Nominalny efektywny kurs dolara amerykańskiego  
(12 partnerów handlowych, rok 1999 = 100)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: [Eurostat, 2014].

Stosując jako kryterium główne kształtowanie się kursu dolara (rys. 1), ale uwzględniając również takie czynniki, jak zmiany salda bilansu handlowego (rys. 2) i koniunkturę gospodarczą (tab. 1), dokonano następującego podziału analizowanego okresu:

- lata 70. XX wieku: okres słabego dolara oraz powstania deficytu w handlu Stanów Zjednoczonych,
- 1980–1985: okres silnego dolara i pogłębiania deficytu handlowego,
- 1986–1992: okres deprecjacji dolara i poprawy salda bilansu handlowego,
- 1993–2001: okres aprecjacji dolara oraz drastycznego pogorszenia deficytu handlowego,
- 2002–2013: okres deprecjacji dolara oraz pogłębiania deficytu handlowego do roku 2006 oraz poprawy salda bilansu handlowego od początku kryzysu gospodarczego w 2007 r.



Rysunek 2. Bilans obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych w latach 1980–2013 (mld USD oraz % PKB)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: [IMF, 2014].

### 3. Realizacja polityki walutowej w Stanach Zjednoczonych w latach 70. XX wieku: próby ustabilizowania chaosu na rynku po upadku systemu walutowego z Bretton Woods

Kurs dolara amerykańskiego przechodził różne koleje, od silnego przeszacowania w latach pięćdziesiątych (około 60% wobec jena i 30%–40% wobec walut europejskich), do kursu podwartościowego w 70. latach XX wieku, by ponownie w latach 1981–1984 stać się kursem nadwartościowym.

Od upadku systemu walutowego z Bretton Woods w 1973 r. dolar amerykański tracił na wartości przez cały okres 70. lat XX wieku (w okresie tym pojawił się również pierwszy deficyt handlowy<sup>4</sup>). Niedoścignienie dolara w latach siedemdziesiątych odbudowało konkurencyjność gospodarki amerykańskiej tylko nieznacznie. Polityka niskiej wartości dolara w latach 1971–1978 okazała się mało skuteczna jako środek pobudzania eksportu. Sprawiała natomiast, że główni rywale Stanów Zjednoczonych – Japonia i Niemcy miały coraz większe trudności, aby utrzymać swój udział w światowym eksporcie. Kraje te przyjęły politykę nastawioną na przetrwanie poprzez akceptowanie niższych cen oraz zysków. Taką polityką ograniczali korzyści Stanów Zjednoczonych na rynku światowym, które Stany mogłyby osiągnąć poprzez obniżenie wartości dolara i cen towarów amerykańskich [Mucha-Leszek, 2005, s. 59–61]. Niski kurs dolara przyczynił się również do wzrostu zainteresowania podmiotów zagranicznych inwestowaniem w Stanach Zjednoczonych, ponieważ korzystne relacje kursowe podnosiły atrakcyjność zakupu aktywów [Brenner, 2002, s. 30].

<sup>4</sup> W 1971 r. pierwszy raz od 1894 r. wystąpił w Stanach Zjednoczonych deficyt handlowy (w rzeczywistości już w latach 1968–1969 występował deficyt, chociaż oficjalne statystyki wskazują nadwyżkę w wysokości 1 mld USD, to do eksportu wliczano pomoc zagraniczną w wysokości 2 mld USD). Deficyt handlowy na początku lat siedemdziesiątych nie był jednak wyższy od dochodów z inwestycji zagranicznych i ten argument był wykorzystywany przez polityków. Deficyt był również wyjaśniany jako skutek nieuczciwej konkurencji polegającej na subsydiowaniu eksportu na rynek Stanów Zjednoczonych oraz stosowaniu większych ograniczeń dostępu do rynków zagranicznych niż czynił to rząd Stanów w stosunku do importu.

#### 4. Realizacja polityki walutowej w Stanach Zjednoczonych w latach 1980–1985: silny dolar i rosnący deficyt handlowy

W latach 1980–1985 stosowano politykę wysokiego kursu dolara<sup>5</sup>. Nadwartościowość dolara wobec walut europejskich wynosiła w 1985 r. około 20%–35% i 15% wobec jena [Chrabonszczewska, Kalicki, 1998, s. 133]. Umocnienie się kursu dolara w pierwszej połowie lat osiemdziesiątych przyczyniało się do dolaryzacji międzynarodowego systemu walutowego, czego przejawem był wzrost udziału dolara w oficjalnych rezerwach walutowych, który w 1985 r. wyniósł 53% [Chrabonszczewska, Kalicki, 1998, s. 133]. Umocnieniu się dolara sprzyjała także polityka gospodarcza Stanów Zjednoczonych zapoczątkowana w pierwszej połowie lat osiemdziesiątych pod egidą kolejnego prezydenta Stanów – Ronalda Reagana. Była to tzw. reaganomika (*Reaganomics*), [Boughton, 2001, s. 141]. Stany Zjednoczone po II poprawce do statutu MFW prowadziły politykę kursu płynnego przy braku interwencji w zakresie kursu walutowego, aż do roku 1985 r. [Garritsen de Vries, 1985, s. 769; Garritsen de Vries, 1986, s. 170–171]. Brak interwencjonizmu w czasie pierwszej kadencji rządu Ronalda Reagana wywodził się z rynkowego podejścia do problemu kursu walutowego oraz monetarystycznej szkoły Milтона Friedmana.

Reaganomika przejawiała się w istotnym złagodzeniu polityki fiskalnej poprzez znaczne obniżenie podatków, co miało przyczynić się do pobudzenia gospodarki. Spowodowało to niemal czterokrotny wzrost deficytu budżetu federalnego w latach 1982–1983 [Frenkel, Goldstein, 1988, s. 286–287]. Paul A. Volcker, ówczesny prezes Systemu Rezerwy Federalnej, dążył do zahamowania wzrostu stopy inflacji poprzez realizację restrykcyjnej polityki pieniężnej. Taka *policy-mix* doprowadziła do wzrostu deficytu budżetowego, zadłużenia zagranicznego oraz stóp procentowych. Konsekwencją tych zjawisk było dalsze umocnienie się dolara, w szczególności w stosunku do walut RFN i Japonii. W okresie od lipca 1980 r. do marca 1985 r. rynkowy kurs dolara wobec jena wzrósł o 18,1%, wobec marki – o 94,5%, a wobec funta szterlinga – o 122,6% [James, 1996, s. 305]. Natomiast realny efektywny kurs dolara wzrósł w tym okresie o około 54% [Boughton, 2001, s. 34].

Rosnąca aprecjacja dolara obniżyła konkurencyjność amerykańskiego eksportu, powodując powiększenie deficytu handlowego i deficytu obrotów bieżących. Deficyt w handlu osiągnął wysoki poziom 112,5 mld dolarów w 1984 r. [UNCTAD, 2014]. Bilans obrotów bieżących był znacznie korzystniejszy niż bilans handlu towarami, ze względu na nadwyżkę w handlu usługami, głównie tymi, które towarzyszyły działalności w biznesie. Bilans płatniczy pogarszał się już od roku 1960, przede wszystkim w strukturze eksportu i importu. Zmniejszał się udział w eksporcie wyrobów przemysłowych, rósł natomiast udział wyrobów *high-tech*, produktów rolnych

<sup>5</sup> Silny dolar w pierwszej połowie lat osiemdziesiątych był tylko jedną z przyczyn deficytu handlowego. Nie ulega wątpliwości, że deficyt ten był strukturalnym problemem gospodarki amerykańskiej, występującym od początku lat siedemdziesiątych.

i usług biznesowych. Z kolei przedmiotem importu stawały się produkty przemysłowe o dużym udziale pracy, dostarczane przez kraje słabiej rozwinięte, jak: Brazylia, Meksyk, Korea Południowa, Singapur, Tajwan i Hongkong [Quelch et al., 1991, s. 5].

Zmiana polityki walutowej przez Stany Zjednoczone i wzrost wartości dolara od 1978 r. miały również wpływ na politykę inwestycyjną korporacji. Inwestycje za granicą firm z USA stawały się korzystniejsze. Możliwość obniżenia kosztów produkcji zachęcała do przenoszenia zakładów produkcyjnych przede wszystkim w takich dziedzinach, jak: przemysł odzieżowy, elektronika konsumpcyjna i produkcja małych przyrządów.

Pogarszający się bilans płatniczy Stanów Zjednoczonych, a przede wszystkim handlowy przyczyniły się do coraz częstszego formułowania propozycji zaostrzenia barier w handlu zagranicznym [Goldstein, 1988, s. 207; James, 1996, s. 420; Mussa et al., 1994, s. 9]. Zaczęto również rozpatrywać możliwość powiązania kursu dolara z koszykiem dóbr, w którego skład wchodziłoby złoto, przywrócenia złota funkcji monetarnej lub nawet całkowitego powrotu do zasad systemu waluty złotej [Haberler, 1988, s. 310–311]. W czerwcu 1981 r. powstała nawet specjalna Komisja ds. Złota. Mimo sporów ostatecznie jej członkowie wypowiedzieli się przeciw przywróceniu w jakiegokolwiek formie standardu pieniądza kruszcowego [Cooper, 1988, s. 319–320].

##### **5. Realizacja polityki walutowej w Stanach Zjednoczonych w latach 1985–1992: słabnący dolar i próby koordynacji polityki walutowej na arenie międzynarodowej**

Lata 1985–1992 są okresem silnej deprecjacji dolara, któremu towarzyszyły dostosowania w handlu międzynarodowym. W tym okresie dolar stracił na wartości 42%<sup>6</sup>.

Dnia 22 września 1985 r. na spotkaniu ministrów finansów Francji, Japonii, RFN, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych w nowojorskim hotelu Plaza podpisana została umowa, na mocy której podjęto decyzję o prowadzeniu wspólnych interwencji walutowych, mających na celu osłabienie dolara. Nie przyjęto jednak żadnego docelowego poziomu kursu wobec innych walut. Ustalono, że banki centralne grupy G–5 przeznaczą na cele interwencji 18 mld USD [James, 1996, s. 436]. W następstwie podpisania umowy z Plazy nastąpiła dywersyfikacja struktury oficjalnych rezerw walutowych. Znaczenie dolara jako podstawowej waluty rezerwowej zaczęło maleć. Udział dolara w oficjalnych rezerwach walutowych w 1991 r. spadł do 46% [Chrabonszczewska, Kalicki, 1998, s. 133], a na arenę międzynarodową coraz pewniej wkraczały jen i marka niemiecka. Umowa z Plazy rozpoczęła okres współpracy

<sup>6</sup> Nominalny efektywny kurs dolara ważony udziałami w handlu 12 partnerów handlowych. Deprecjacja nominalnego, efektywnego kursu dolara ważonego udziałami w handlu 24 partnerów handlowych wyniosła 19% w latach 1985–1992. Obliczenia własne na podstawie: [Eurostat, 2014].

między Stanami Zjednoczonymi i krajami G-5 m.in. w zakresie polityki kursowej. Stany Zjednoczone przyłączyły się do zharmonizowanych interwencji banków centralnych podejmowanych w celu stabilizacji kursów, a przede wszystkim mających na celu stopniową obniżkę kursu dolara [James, 1996, s. 436–437].

Działania mające na celu zacieśnienie współpracy między krajami grupy G-7 zostały podjęte podczas szczytu w Tokio w maju 1986 r. Wielostronny nadzór nad polityką walutową tych krajów wymagał zatwierdzenia listy podstawowych wskaźników będących przedmiotem nadzoru: tempa wzrostu PKB, stopy procentowej, deficytu budżetowego w relacji do PKB, stopy wzrostu masy pieniądza w obiegu, kursu walutowego, stopy inflacji, stopy bezrobocia, salda obrotów bieżących i bilansu handlowego, rezerw walutowych [Boughton, 2001, s. 214–215]. Z kolei zawarta w lutym 1987 r. umowa z Luwru zakładała podjęcie działań prowadzących do wzrostu kursu dolara. Jej cele były bardziej ambitne niż umowy z Plazy. Porozumienie to wprowadziło w życie sformułowaną w 1983 r. przez J. Williamsona teorię strefy celów (*Target Zones*), [Reinhart, Reinhart, 2002, s. 10]. J. Williamson zakładał, że dla każdej waluty można zdefiniować fundamentalny kurs równowagi, który zapewni w średnim okresie utrzymanie aktywności gospodarczej na możliwie wysokim poziomie. Wokół tego kursu określany jest przedział wahań i władze monetarne mają za zadanie utrzymanie kursu w ustalonej strefie celów. Według jego obliczeń, w 1985 r. dolar był w 1985 r. nadwartościowy o około 39%, a podwartościowy jena w tym czasie wynosiła 19% [Williamson, 1986, s. 165–174]. Zgodnie z umową z Luwru kraje miałyby utrzymywać przedział wahań kursów podstawowych walut w granicach 5%–10%.

W latach 1985–1987, pomimo deprecjacji dolara, deficyt handlowy powiększał się. Z uwagi na nieskuteczność polityki kursowej w likwidowaniu deficytu bilansu płatniczego, na szczycie w Wenecji w czerwcu 1987 r. podkreślona została konieczność wzmocnienia polityki kursowej polityką monetarną oraz dyskutowany był problem stabilizacji kursu walutowego. Również na szczycie krajów siódemki w czerwcu 1988 r. potwierdzona została wola kontynuacji bezinflacyjnego wzrostu i stabilizacji kursu walutowego [James, 1996, s. 457].

Saldo bilansu handlowego zaczęło poprawiać się z dwuletnim opóźnieniem w stosunku do zmian kursu walutowego i ujemne saldo zmalało z 160,661 mld USD (3,3% PKB) w 1987 r., osiągając nadwyżkę w 1991 r. w wysokości 2,895 mld USD (0,047% PKB), [IMF, 2014]. Jednak już od 1992 r. występował deficyt, który powiększał się z roku na rok zarówno w ujęciu wartościowym, jak i w stosunku do PKB<sup>7</sup>.

Na słabość porozumień z Plazy i z Luwru wskazywał J. Sachs, mówiąc, że ministrowie finansów zgadzali się co do celów, ale nie powiedzieli prawie nic na temat tego, w jaki sposób je osiągnąć [Sachs, 1986, s. 336]. Spowodowało to, że porozumienia były zawieszane, gdy tylko utrudniały realizację wewnętrznych celów

<sup>7</sup> Od 1992 r. nieprzerwanie następowało pogorszenie salda bilansu handlowego, tylko w latach 2008–2008, z powodu znacznego osłabienia koniunktury i kryzysu gospodarczego, deficyt zmniejszył się.

polityki gospodarczej. Ostatecznie odrzucono je na początku lat dziewięćdziesiątych. Ponadto krytycznie oceniano interwencje walutowe jako narzędzie stabilizacji kursów. Stwierdzono, że w warunkach wzrostu przepływów kapitału i liberalizacji rynku finansowego, ich skuteczność jest niska. Uwypuklano przy tym wiążące się z nimi zagrożenia wzrostu inflacji. Podkreślano, że w praktyce bezpośrednie interwencje walutowe oddziałują na kurs walutowy od kilku dni do kilku tygodni, ale tylko wtedy, gdy podmioty gospodarcze traktują je jako zapowiedź zmian w uprawianej polityce pieniężnej i fiskalnej [Feldstein, 1989, s. 39]. Od 1987 r. praktycznie nie podejmowano oficjalnych prób zawierania międzynarodowych porozumień w zakresie kursu dolara<sup>8</sup>, takich jak umowa z Luwru, występowały co najwyżej sporadyczne skoordynowane działania banków centralnych w sytuacjach nadzwyczajnych<sup>9</sup>. Współodpowiedzialność za poziom kursu została ograniczona do epizodycznych działań, jak np. wspólne akcje rządu amerykańskiego i japońskiego mające przeciwdziałać nadmiernej aprecjacji jena w stosunku do dolara. Odrzucenie skoordynowanych wielostronnych interwencji walutowych oznaczało w praktyce ostateczne zakończenie prób stabilizowania kursów walut krajów wysoko rozwiniętych.

## 6. Realizacja polityki walutowej w Stanach Zjednoczonych w latach 1993–2001

W latach 1993–1995 następował spadek wartości dolara, jednak od roku 1995 dolar się umacniał. Polityka kursowa w pierwszych latach rządów Billa Clintona (1993–2001) była przedmiotem licznych krytyk, szczególnie w prasie francuskiej. Podkreślano przede wszystkim, że podejmowane interwencje były zbyt późne i z tego powodu były one nieskuteczne. Podkreślić należy jednak fakt, że taka polityka pomagała gospodarce Stanów Zjednoczonych wyjść z recesji<sup>10</sup>.

W pierwszych dwóch latach następowało osłabienie dolara w stosunku do jena, a mimo tego nadwyżka handlowa Japonii ciągle rosła. W 1995 r. deficyt Stanów

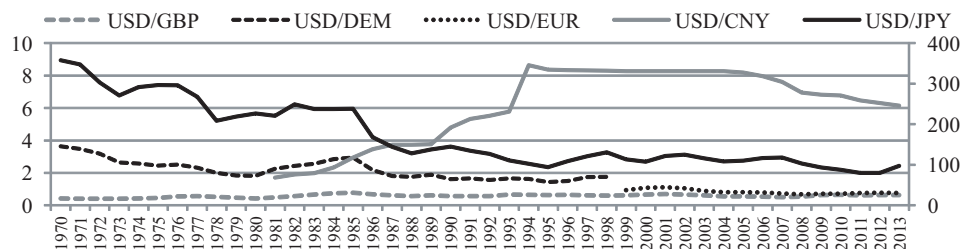
<sup>8</sup> Negocjacje dotyczące stabilizowania kursów podjęto raz jeszcze na początku 1999 r., gdy ministrowie finansów Niemiec, Francji i Japonii zaproponowali zwołanie szczytu grupy G-7 i opracowanie zasad wspólnych interwencji walutowych. Propozycja została jednak natychmiast odrzucona przez A. Greenspana (ówczesnego przewodniczącego Rady Gubernatorów FED) i R. Rubina (sekretarza skarbu Stanów Zjednoczonych).

<sup>9</sup> Po odrzuceniu zasad przyjętych w Luvrze skoordynowane interwencje walutowe przeprowadzono w 1995 r. (banki centralne krajów G-7 interweniowały w celu podtrzymania słabnącego dolara), w 1995 r. (FED i bank centralny Japonii wspólnie broniły słabnącego jena) oraz w 2000 r. (EBC oraz Bank Anglii, Kanady i Japonii interweniowały, by zahamować osłabianie się euro), [Ghosh, 2008, s. 43]. Do skoordynowanej interwencji walutowej doszło również po trzęsieniu ziemi w Japonii. Bank Anglii, Bank Kanady, ECB, FED i Bank Japonii przeprowadziły interwencję 18 marca 2011 r., sprzedając jena, aby zapobiec jego umacnianiu się i wspomóc japońską gospodarkę [Schneider, Irwin, 2011, s. A14].

<sup>10</sup> W 1991 r. spadek PKB wyniósł 0,074%, w kolejnych latach PKB rósł w tempie 3,56% w 1992 r., 2,75% w 1993 r., 4,04% w 1994 r. i 2,72% w 1995 r. W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych wzrost PKB wyniósł około 4% rocznie i dopiero w roku 2001 nastąpiło osłabienie koniunktury i PKB wzrósł zaledwie o 0,98% [IMF, 2014].

Zjednoczonych w handlu towarami wyniósł  $-187,856$  mld USD, a udział Japonii w tym deficycie stanowił 33,5%, na drugim miejscu znalazły się Chiny z udziałem 19,6%, a na trzecim Kanada z udziałem 11,8% [UNCTAD, 2014]. W kolejnych latach deficyt handlowy Stanów Zjednoczonych rósł w szybkim tempie, jednak udział Japonii w tym deficycie malał na rzecz Chin. W 2001 r. udział Japonii stanowił już tylko 16%, a Chin 20% [UNCTAD, 2014].

Pogorszenie się eksportu netto w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych było przedmiotem analizy S. Papaioannou i K.M. Yi. Zauważyli oni, że w latach 1996–1999 gospodarka amerykańska rosła znacznie szybciej niż gospodarki Japonii i Europy Zachodniej, dlatego też znacząca część pogorszenia się amerykańskiego eksportu netto mogła wynikać z czynników cyklicznych [Papaioannou, Yi, 2001, s. 1–6]. Wykorzystując szacunki potencjalnego poziomu produkcji w Stanach Zjednoczonych i ich głównych partnerów handlowych, jak również elastyczności dochodowej popytu na import w różnych krajach, ocenili oni, że czynniki cykliczne mogłyby odpowiadać za około 57% pogorszenia się amerykańskiego eksportu netto w latach 1996–1997, ale w roku 1999 czynniki te można by uznać za odpowiedzialne już tylko za około 14% takiego spadku. Pozostała część była spowodowana takimi czynnikami jak wysoki poziom absorpcji w stosunku do dochodu w Stanach Zjednoczonych oraz realna aprecjacja dolara w tym okresie [Papaioannou, Yi, 2001, s. 1–6].



Rysunek 3. Nominalny kurs dolara w stosunku do jena (prawa oś), funta szterlinga, marki niemieckiej, euro, renminbi (lewa oś) w latach 1970–2013

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych [Lawrence, 2012].

## 7. Kurs dolara i deficyt handlowy Stanów Zjednoczonych w latach 2002–2013 – rosnące znaczenie Chin oraz problem globalnych nierównowag

W okresie 2002–2013, pomimo istotnej deprecjacji dolara, proces dostosowawczy w handlu był powolny, a deficyt handlowy w całym okresie rósł i tylko w roku 2008 nieznacznie się pomniejszył. Potwierdzają to badania przeprowadzone przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy [IMF, 2007, s. 81–118], które wskazują, że deprecjacja dolara wywiera szybszy i mocniejszy wpływ na eksport Stanów Zjednoczonych niż na import, co niekorzystnie oddziałuje na saldo bilansu handlowego.

Największy deficyt obrotów bieżących<sup>11</sup> w całym analizowanym okresie wystąpił w roku 2006 i wynosił 806,726 mld USD [IMF, 2014], natomiast uwzględniając tylko handel towarami, deficyt wynosił aż 838,788 mld USD [UNCTAD, 2014].

Tabela 1. Wybrane wskaźniki kondycji gospodarczej Stanów Zjednoczonych w latach 1980–2013

Wskaźniki	1980–1985	1985–1992	1993–2001	2002–2013
PKB (ceny bieżące, mld USD)	3 574,00	5 426,29	8 690,73	14 061,76
Dynamika PKB (ceny stałe, %)	2,76	3,06	3,55	1,81
Stopa bezrobocia (%)	8,13	6,38	5,15	6,72
Eksport towarów (dynamika, %)	1,76	9,14	6,46	4,39
Import towarów (dynamika, %)	6,03	5,29	10,08	3,21
Bilans obrotów bieżących (mld USD)	-41,56	-96,79	-211,35	-559,64
Bilans obrotów bieżących (% PKB)	-1,01	-1,92	-2,30	-4,07
Inflacja (CPI, %)	96,83	122,53	160,14	207,69
Stopa procentowa (LIBOR 6–mies., %)	12,37	7,32	5,28	2,12
Inwestycje (% PKB)	23,50	22,27	22,06	20,70
Oszczędności narodowe brutto (% PKB)	21,50	19,26	19,52	16,75

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [IMF, 2014].

Stany Zjednoczone są jedną z najbardziej konkurencyjnych gospodarek na świecie [Mucha-Leszko i inni, 2009, s. 37–43] i zajmują wysokie miejsce w rankingach konkurencyjności (według rankingu przygotowywanego przez World Economic Forum, USA zajmowały 5. miejsce w latach 2013–2014, 7. miejsce w latach 2012–2013, 5 miejsce w okresie 2011–2012, a we wcześniejszych latach zajmowały jeszcze wyższe miejsca), [Schwab, 2014, s. 382], jednak towary produkowane w Stanach Zjednoczonych przegrywają w bezpośredniej konkurencji z dobrami pochodzącymi z mniej konkurencyjnych krajów.

Powodów tak olbrzymiego deficytu handlowego Stanów Zjednoczonych jest co najmniej kilka. Od początku XXI wieku ekonomiści uważnie przyglądają się przyczynom oraz skutkom rosnących deficytów oraz nadwyżek handlowych. Jak wskazują liczni badacze, problem ten jest trudny do wyjaśnienia przy użyciu jedynie standardowych teorii ekonomicznych [Chinn, 2013, s. 68]. Warto zauważyć, że w pierwszej połowie pierwszej dekady XXI wieku dużemu deficytowi na rachunku bieżącym Stanów Zjednoczonych towarzyszyły niskie światowe stopy procentowe (tab. 1) oraz deprecjacja dolara amerykańskiego. Próby wyjaśnienia tak dużego deficytu handlowego Stanów Zjednoczonych powinny więc uwzględniać jednocześnie wystąpienie trzech zjawisk: dużego deficytu handlowego Stanów Zjednoczonych, deprecjację dolara amerykańskiego oraz relatywnie niskie światowe stopy procentowe.

<sup>11</sup> Bilans obrotów bieżących jest wynikiem sumy sald bilansów: handlu zagranicznego, dochodów inwestycyjnych oraz transferów jednostronnych. Z kolei na bilans handlu zagranicznego składają się wyniki osiągnięte w wymianie towarowej oraz w handlu usługami.

Można wskazać kilka przyczyn, dla których w przypadku Stanów Zjednoczonych, tradycyjna zależność pomiędzy zmianami kursu dolara i saldem bilansu handlowego na początku XXI wieku nie sprawdza się. Te przyczyny to między innymi polityka fiskalna oraz „nawis oszczędności”.

Stany Zjednoczone miały do 2000 r. nadwyżkę budżetową. Po 2000 r. z powodu obniżenia podatków oraz wzrostu wydatków na obronę<sup>12</sup>, a także osłabienia koniunktury, w amerykańskim budżecie federalnym pojawił się deficyt [Kąkol, Mucha-Leszko, 2003, s. 117–118], który w 2001 r. wynosił 93,5 mld USD (0,88% PKB) i w kolejnych latach istotnie się zwiększał, osiągając najwyższy poziom (zarówno w wartościach bezwzględnych, jak i w relacji do PKB) w 2009 r.: 1 949,4 mld USD i 13,52% PKB [IMF, 2014]. W okresie tym upowszechniło się określenie „bliźniaczych deficytów” (*twin deficit*) odnoszące się do deficytu obrotów bieżących oraz deficytu budżetowego [Bluedorn, Leigh, 2011, s. 582–602]. Analizy teoretyczne [Montiel, 2012, s. 540–554] wskazują jednak, że w kraju dużym, takim jak Stany Zjednoczone, ekspansji fiskalnej prowadzącej do pogorszenia rachunku obrotów bieżących towarzyszy wzrost światowych stóp procentowych i aprecjacja waluty krajowej. Jednak na początku XXI wieku zaobserwowano wręcz przeciwnie zjawiska. Można z tego wnioskować, że sama ekspansja fiskalna nie jest czynnikiem wystarczającym do wyjaśnienia rosnącego deficytu handlowego w warunkach deprecjacji dolara.

Prezes FED Ben Bernanke zaproponował inne wyjaśnienie deficytu na rachunku obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych. Stwierdził on, że wzrost deficytu odzwierciedla przede wszystkim zmiany nie w samych Stanach, a raczej w pozostałej części świata [Bernanke, 2005]. Jego hipoteza jest znana pod nazwą „nawis oszczędności” (*saving glut*). Uzasadnia ją dążeniem krajów, głównie rozwijających się, do poprawy swojej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, w celu zabezpieczenia się na wypadek wystąpienia kryzysów [Mucha-Leszko, Kąkol, 2009, s. 17–31]. Aby to osiągnąć, kraje te dążą do osiągnięcia nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących. Zatem wzrost deficytu na rachunku bieżącym Stanów Zjednoczonych jest bezpośrednim odpowiednikiem zmian na rachunkach bieżących reszty świata. Kraje generują nadwyżki na rachunkach bieżących poprzez wzrost oszczędności kosztem inwestycji, stąd nazwa „nawis oszczędności”. Wzrost oszczędności reszty świata oznacza spadek absorpcji zagranicy. W konsekwencji prowadziłyby to do spadku światowej stopy procentowej i wzrostu wartości dolara. Jednak aprecjacja dolara przewidziana przez ten mechanizm jest sprzeczna z faktami, a więc hipoteza „nawisu oszczędności” również nie jest w stanie w pełni wyjaśnić zaistniałej sytuacji.

Pewnego wyjaśnienia dostarcza kombinacja ekspansywnej polityki fiskalnej i towarzyszącej jej ekspansywnej polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na początku XXI wieku, które łącznie prowadzą do obniżenia światowej stopy procentowej oraz deprecjacji dolara [Montiel, 2012, s. 564–565]. Jednak i ta hipoteza nie jest

<sup>12</sup> Spowodowanych między innymi atakami terrorystycznymi z 11 września 2001 r.

wystarczająca, ponieważ tani dolar i niskie stopy procentowe powinny skutkować wysokim poziomem zagregowanego popytu w Stanach Zjednoczonych i boomem gospodarczym, a takiej sytuacji gospodarka amerykańska nie doświadczyła w analizowanym okresie. Rozszerzając jednak tę analizę o „nawis oszczędności” w pozostałej części świata, można zakładać, że spadek absorpcji zagranicy przyczyni się do wzrostu amerykańskiego deficytu obrotów bieżących oraz redukcji zagregowanego popytu w Stanach Zjednoczonych. Takie ujęcie problemu pozwala wyjaśnić, dlaczego ekspansji fiskalnej i monetarnej w Stanach nie towarzyszył boom gospodarczy, a wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących.

Wielu istotnych informacji dostarcza również analiza struktury geograficznej deficytu handlowego Stanów Zjednoczonych. W 2013 r. Stany miały największy deficyt w stosunku do Chin<sup>13</sup> (45% całego deficytu handlowego Stanów Zjednoczonych), Japonii (10,3%), Niemiec (9,3%), Meksyku (7,6%), Kanady (4,9%), [UNCTAD, 2014].

Tabela 2. Struktura geograficzna deficytu w handlu towarami Stanów Zjednoczonych

1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
Bilans handlu towarami (mld USD)						
-187,86	-263,92	-449,07	-707,36	-854,58	-689,39	-750,33
Kraje z największym udziałem w deficycie handlu towarami USA						
Japonia 33,5%	Japonia 25,5%	Chiny 20,1%	Chiny 24,9%	Chiny 32,2%	Chiny 42,2%	Chiny 45,0%
Chiny 19,6%	Chiny 23,1%	Japonia 16,0%	Japonia 11,2%	Japonia 10,2%	Meksyk 10,0%	Japonia 10,3%
Kanada 11,8%	Niemcy 9,3%	Kanada 12,6%	Kanada 10,0%	Meksyk 8,9%	Japonia 9,1%	Niemcy 9,3%
Meksyk 8,7%	Kanada 9,0%	Meksyk 7,0%	Niemcy 6,7%	Kanada 8,1%	Niemcy 5,3%	Meksyk 7,6%
Niemcy 8,3%	Meksyk 6,5%	Niemcy 6,8%	Meksyk 6,7%	Niemcy 5,5%	Kanada 4,4%	Kanada 4,9%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [UNCTAD, 2014].

Nie ulega wątpliwości, że Chiny wykorzystują politykę kursową jako instrument realizacji proeksportowej strategii wzrostu gospodarczego [Białowąs, Kąkol, 2010, s. 303–310]. Trwałe utrzymywanie przez Chiny kursu swojej waluty – renminbi, poniżej poziomu równowagi (dumping kursowy), [Report to Congress, 2014, s. 12–16] pozwoliło gospodarce tego kraju na osiągnięcie przewagi konkurencyjnej eksportu i generowanie znacznych nadwyżek handlowych, które były następnie lokowane

<sup>13</sup> Dane te nie w pełni obrazują kształtowanie się bilansu handlu towarami pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i Chinami, ponieważ część wymiany handlowej odbywa się za pośrednictwem specjalnych regionów administracyjnych (Hongkong, Makau) i autonomicznej prowincji (Tajwan). W 2013 r. Stany Zjednoczone posiadały nadwyżkę w towarowej wymianie handlowej z Hongkongiem w wysokości 36,7 mld USD oraz deficyt z Tajwanem (13,8 mld USD, 4,9% całego deficytu Stanów Zjednoczonych) i Makau (253 mln USD, 0,03%).

przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych [Ferguson et al., 2007, s. 230–231]. Konsekwencją polityki kursowej Chin dla gospodarki światowej jest narastająca globalna nierównowaga płatnicza<sup>14</sup>.

### Zakończenie

Zwieńczeniem zaprezentowanych analiz będzie próba odpowiedzi na pytanie: Czy deficyt handlowy Stanów Zjednoczonych powinien być dla Amerykanów powodem do zmartwienia? Można byłoby powiedzieć, że zależy to od tego, czy kraj ten będzie mógł w przyszłości nadal pożyczać tak duże sumy. Jak dotąd inne kraje są chętne do finansowania amerykańskiego deficytu. Nie ulega jednak wątpliwości, że taka sytuacja stwarza duże zagrożenie zarówno dla Stanów Zjednoczonych, jak i dla całej gospodarki światowej.

Większość ekonomistów zgodnie przyznaje, że niezależnie od możliwości zapożyczenia się za granicą, deficyt handlowy Stanów Zjednoczonych powinien zostać zmniejszony. Aby jednak tego dokonać, trzeba rozważyć, kto jest sprawcą tego deficytu. W tej kwestii istnieją większe różnice poglądów. Część ekonomistów wskazuje jako winowajcę deficyt budżetowy, który prowadzi do nagromadzenia się pożyczek rządowych i grozi wyższymi podatkami w przyszłości. Inni przypisują winę niskiej skłonności konsumentów amerykańskich do oszczędzania i obawiają się, że Amerykanie nie oszczędzają dostatecznie dużo na emerytury. Zmniejszenie luki pomiędzy poziomem oszczędności i inwestycji w Stanach Zjednoczonych doprowadziłoby do złagodzenia globalnej nierównowagi [Mucha-Leszko, Kąkol, 2009, s. 65]. Do najważniejszych problemów wymienianych przez ekonomistów amerykańskich należy odpowiedź na pytanie, czy deficyt budżetowy powinien zostać zredukowany, czy oszczędności konsumentów muszą być zwiększone i w jaki sposób oraz jak te zmiany wpłyną na deficyt handlowy.

W obecnych warunkach braku aktywnych działań w zakresie kształtowania wartości dolara, którego kurs jest płynny (*floating*), oraz rosnących przepływów kapitału coraz bardziej istotne dla bilansu handlowego stają się kwestie związane z polityką fiskalną i monetarną oraz skłonnością społeczeństwa do oszczędzania, a także polityka prowadzona przez głównych partnerów handlowych Stanów Zjednoczonych oraz podejmowanie współpracy na arenie międzynarodowej.

---

<sup>14</sup> Globalna nierównowaga płatnicza to obserwowana od wielu lat sytuacja w gospodarce światowej, w której permanentnym nadwyżkom bilansów obrotów bieżących jednej grupy krajów towarzyszą chroniczne deficyty bilansów bieżących innej grupy krajów. Nierównowagi te są rezultatem niewłaściwie prowadzonej polityki makroekonomicznej poszczególnych państw oraz zaburzeń w ich gospodarkach [Bracke et al., 2008, s. 12; Obsfeld, Rogoff, 2009; Dunaway, 2009, s. 13; Borio, Disyatat, 2011, s. 3–27].

**Bibliografia**

1. Agnew J., Corbridge S. (1991), *Międzynarodowe implikacje deficytu handlowego i budżetowego Stanów Zjednoczonych*, „Sprawy Międzynarodowe”, nr 5, s. 62.
2. Angeloni I., Bénassy-Quéré A., Carton B., Darvas Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee S. (2011), *Global currencies for tomorrow: a European perspective*, Bruegel Blueprint Series, Vol. 13.
3. Bernanke B. (2005), *The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit, remarks at the Homer Jones Lecture*, St. Louis, Missouri.
4. Białowąs T., Kąkol M. (2010), *Wymiana handlowa Stanów Zjednoczonych z Chinami w latach 1978–2008*, [w:] J. Marszałek-Kawa, *Militarne i gospodarcze determinanty państwowości azjatyckiej*, Wyd. Adam Marszałek, Toruń.
5. Bilski J. (2006), *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa.
6. Bluedorn J.C., Leigh D. (2011), *Revisiting the Twin Deficits Hypothesis: The Effect of Fiscal Consolidation on the Current Account*, „IMF Economic Review”, Vol. 59, Issue 4.
7. Borio C., Disyatat P. (2011), *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, „BIS Working Papers”, No. 346, May 2011, s. 3–27.
8. Boughton J.M. (2001), *Silent Revolution. The International Monetary fund 1979–1989*, IMF, Washington.
9. Bracke T., Bussiere M., Fidora M. (2008), Straub R., *A framework for assessing global imbalances*, „Occasional Paper Series”, No. 78, January 2008, ECB, s. 12.
10. Bradsher K. (1995), *Treasury Chief Says Strong Dollar Isn't a Threat to Trade*, „New York Times”, 17 August 1995; <http://www.nytimes.com/1995/08/17/business/international-business-treasury-chief-says-strong-dollar-isn-t-a-threat-to-trade.html>.
11. Brenner R. (2002), *The Boom and the Bubble. The US in the World Economy*, Verso, London–New York.
12. Chinn M.D. (2013), *Global Imbalances*, [w:] G. Caprio (ed.), *The Evidence and Impact of Financial Globalization*, Vol. 3, Elsevier Inc., Oxford.
13. Chrabonszczewska E., Kalicki K. (1998), *Teoria i polityka kursu walutowego*, SGH.
14. Cooper R.N. (1988), *Toward an International Commodity Standard?*, „Cato Journal”, Vol. 8, No. 2.
15. Drabowski E. (1985), *Teorie kursu walutowego*, PWE.
16. Dunaway S. (2009), *Global Imbalances and the Financial Crisis*, Council Special Report, No. 44, Council on Foreign Relations. Center for Geoeconomic Studies, March 2009, s. 13.
17. Eichengreen B. (1996), *Globalizing capital: A History of the International Monetary System*, Princeton University Press.
18. Elwell C.K. (2011), *The Depreciating Dollar: Economic Effects and Policy Response*, „CRS Report for Congress”, Congressional Research Service, 15 April 2011.
19. Engel Ch., Rogers J.H. (1999), *Violating the Law of One Price: Should We Make A federal Case Out of It?*, „NBER Working Paper”, No. 7242.
20. Eurostat (2014), *Statistics Database*, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (dostęp: 29.10.2014 r.).
21. Feldstein M. (1989), *The Case Against Trying to Stabilize the Dollar*, „American Economic Review”, Vol. 79, No. 2.
22. Ferguson N., Schularic M. (2007), *Chimerica and global asset market boom*, „International Finance” 10:3, s. 230–231.
23. Frenkel J.A., Goldstein M. (1988), *The International monetary System: Developments and Prospects*, „Cato Journal”, Vol. 8, No. 2.
24. Garritsen de Vries M. (1986), *The IMF in the Changing World 1945–1985*, IMF, Washington.
25. Garritsen de Vries M. (1985), *The International Monetary Fund 1972–1978, Cooperation on Trial*, Vol. 2: *Narrative and Analysis*, IMF, Washington.
26. Ghosh A. (2008), *Turning Currencies Around*, „Finance&Development”, Vol. 45, No. 2.
27. Goldstein M. (1988), *Rethinking International Economic Coordination*, „Oxford Economic Paper”, Vol. 40, No. 2.

28. Haberler G. (1988), *Should Floating Continue?*, „Cato Journal”, Vol. 8, No. 2.
29. Hoontrakul P. (1999), *Exchange Rate Theory: A Review*, „Discussion Paper”, Chulalongkorn University.
30. International Monetary Fund (2014), *World Economic Outlook Database*, October 2014, <http://www.imf.org>.
31. International Monetary Fund (2007), *World Economic Outlook. Spillovers and Cycles in the Global Economy. April 2007*, Chapter 3, *Exchange Rates and the Adjustment of External Imbalances*, Washington.
32. James H. (1996), *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods*, IMF, Oxford University Press, Washington–New York.
33. Kanamori T., Zhao Z. (2006), *The Renminbi Exchange Rate Revaluation: Theory, Practice and Lessons from Japan*, „Asian Development Bank Institute Policy Paper”, No. 3.
34. Kąkol M., Mucha-Leszko B. (2003), *The economic situation of the euro area on the background of present tendencies in the economies of the United States and Japan*, [w:] A. Santagostino (ed.), *Europe: Reunification, Enlargement, Single Currency*, Edizioni CLUB, Brescia.
35. Lawrence H. (2012), *Exchange Rates Between the United States Dollar and Forty-one Currencies*, MeasuringWorth, <http://www.measuringworth.com/exchangeglobal/>.
36. Misztal P. (2009), *Podstawowe teorie kształtowania się kursu walutowego*, [w:] A. Kosztowniak, P. Misztal, I. Pszczółka, A. Szelańska, *Finanse i rozliczenia międzynarodowe*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa.
37. Montiel P.J. (2012), *Makroekonomia międzynarodowa*, Warszawa.
38. Mucha-Leszko B. (2005), *Współczesna gospodarka światowa. Główne centra gospodarcze*, Wyd. UMCS, Lublin.
39. Mucha-Leszko B. (2005), *Rozwój powiązań w gospodarce światowej – etapy globalizacji i regionalizacja procesów gospodarczych*, [w:] B. Mucha-Leszko (red.), *Współczesna gospodarka światowa. Główne centra gospodarcze*, Wyd. UMCS, Lublin.
40. Mucha-Leszko B., Kąkol M. (2009), *Polityka Systemu Rezerwy Federalnej USA i jej skutki w latach 1995–2008*, [w:] J. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), *Współczesny kryzys gospodarczy. Przyczyny – przebieg – skutki*, Wyd. CeDeWu, Warszawa.
41. Mucha-Leszko B., Kąkol M., Białowas T. (2009), *Analiza handlu towarami Unii Europejskiej w latach 1995–2008 i ocena konkurencyjności*, [w:] B. Mucha-Leszko (red.), *Pozycja Unii Europejskiej w handlu międzynarodowym. Dynamika i struktura obrotów. Konkurencyjność. Główni partnerzy*, Wyd. UMCS, Lublin.
42. Mucha-Leszko B., Kąkol M. (2009), *Will the financial-economic crisis of 2008–2009 accelerate monetary integration in the EU?*, „Eurolimes”, Vol. 8.
43. Mundell R.A. (2001), *On the History of the Mundell-Fleming Model*, „IMF Staff Papers”, Vol. 47, Special Issue.
44. Murray Ch.J., Pappel D.H. (2005), *The Purchasing Power Parity Puzzle is Worse Than You Think*, „Journal Business and Economic Statistics”, No. 4, October 2005.
45. Mussa M., Goldstein M., Clark P.B., Mathieson D.J., Bayoumi T. (1994), *Improving the International Monetary System*, „IMF Occasional Paper”, No. 116.
46. *New Treasury Secretary backs strong dollar, Social security solution* (2006), „USA Today” 1 August 2006, [http://www.usatoday.com/.../2006-08-01-paulson-speech\\_x.htm](http://www.usatoday.com/.../2006-08-01-paulson-speech_x.htm).
47. Nurkse R. (1945), *Conditions of International Monetary Equilibrium*, Princeton.
48. Obstfeld M., Rogoff K. (2009), *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*, „CEPR Discussion Papers”, No. 7606, <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP7606>.
49. Papaioannou S., Yi K.M. (2001), *The Effects of a Booming Economy on the U.S. Trade Deficit*, „Current Issues in Economics and Finance”, Federal Reserve Bank of New York, February 2001.
50. Petruno T. (2009), *Treasury Secretary Timothy Geithner pays lip service to keeping dollar strong*, „Los Angeles Times”, 12 November 2009, <http://articles.latimes.com/2009/nov/12/business/fi-geithner-dollar12>.

51. Quelch J.A., Buzzell R.D., Salama E.R. (1991), *The Marketing Challenge of Europe 1992*, Addison-Wesley Publishing Company.
52. Reinhart C., Reinhart V. (2002), *Is a G-3 Target Zone on Target for Emerging Markets*, „MPRA Paper”, No. 7 581.
53. *Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies* (2014), U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs, 15 April 2014.
54. Rogoff K. (1996), *The Purchasing Power Parity Puzzle*, „Journal of Economic Literature”, No. 24, s. 647–665.
55. Sachs J. (1986), *The Uneasy Case for Greater Exchange Rate Coordination*, „American Economic Review”, Vol. 96, No. 2.
56. Schneider H., Irwin N. (2011), *G-7 to Help Avoid Sharp Yen Rise*, „The Washington Post”, 18 March 2011.
57. Schwab K. (2014), *The Global Competitiveness Report 2013–2014. Full Data Edition*, World Economic Forum, s. 382, Geneva.
58. UNCTAD (2014), *UNCTADstat Database*, <http://unctadstat.unctad.org>.
59. Williamson J. (1986), *Target Zones and the Management of the Dollar*, „Brookings Papers on Economic Activity”.

### **Exchange rate policy and trade deficit in the United States of America**

Exchange rate policy of a large country such as the United States is particularly important, for the domestic economy as well as other countries and the entire world economy. The exchange rate could affect several aspects of economic performance. Possible effects of depreciating currency include increased net exports, decreased international purchasing power, rising commodity prices, and upward pressure on interest rates. The aim of the paper is to analyze and evaluate the exchange rate policy of the United States and its links to the trade balance. The presentations of theories explaining the relationship between exchange rate and trade balance is followed by the analysis of the statistical variables in the specified periods. The conclusion is that nowadays, under a floating dollar and growing capital flows, the trade balance is increasingly determined by issues related to U.S. fiscal and monetary policies and the propensity to save, as well as the policies of the major trading partners of the United States and the possibilities for cooperation on the international level.