

## Zašto će evro postati rival dolaru\*

Menzie Chinn\* i Jeffrey Frankel♦

**Rezime:** Evro je izrastao u kredibilnog potencijalnog konkurenta dolaru kao vodećoj međunarodnoj valuti, baš kao što je dolar pretekao britansku funtu pre 70 godina. Ovaj rad koristi ekonometrijski ocenjene determinante udela najvažnijih valuta u deviznim rezervama svetskih banaka širom sveta. Značajni faktori su: veličina zemlje, stopa prinosa, i likvidnost relevantnog domaćeg finansijskog centra (merena obrtom na deviznom tržištu). Postoji prelomni trenutak, ali promene se osećaju tek znatno kasnije (ocena pondera na prošlogodišnji valutni udeo je otprilike 0.9). Van uzorka, naš model je precizno predvideo smanjenje jaza između dolara i evra u periodu od 1999. do 2007. godine. Rad ažurira ove kalkulacije u pogledu budućih scenarija. Isključujemo scenario po kom se Velika Britanija priključuje evrozoni. Međutim, uzimamo u obzir da je London ipak postao *de facto* finansijski centar evra, više nego Frankfurt. Takođe uzimamo za pretpostavku da dolar nastavlja depresijaciju po trend stopi koju je u proseku pokazao u poslednjih 20 godina. Zaključak je da evro može preuzeti od dolara ulogu vodeće međunarodne valute već 2015. godine.

**Ključne reči:** Devizno tržište, Evro, Dolar, Rezervna valuta

**JEL:** E42, F0, F02, F31

### I Uvod: Kada je dolar pretekao funtu

Po završetku Drugog svetskog rata, dolar se izdigao u neprikosnovenog lidera među svetskim valutama, što je bio događaj istorijskog značaja. 1899. godine, udeo funte u poznatim deviznim rezervama zvaničnih institucija bio je duplo

---

\* Zahvaljujemo se Brad Setseru na korisnim sugestijama u vezi sa podacima o deviznim rezervama. Benn Steil nas je ohrabrio da napišemo ovaj rad.

\* Univerzitet Viskonsin: mchinn@lafollette.wisc.edu

♦ Univerzitet Harvard: jeffrey\_frankel@harvard.edu

*Dozvola za prevod i objavljivanje:* 16. jul 2008. Izvorno, rad je objavljen u prolećnom izdanju *International Finance* (2008), 11(1), 49-73, u izdanju Blackwell Publishing Ltd, pod originalnim naslovom *Why the Euro Will Rival the Dollar*. © 2008 Menzie D. Chinn and Jeffrey A. Frankel. Apstrakt je preuzet iz prethodne verzije rada, objavljenje pod naslovom *The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency*, NBER Working Paper 13909. © 2008 Menzie D. Chinn and Jeffrey A. Frankel. Zahvaljujemo se autorima na dozvoli za prevod i objavljivanje u našem časopisu (Prim. ur.).

veći od udela narednih konkurenata, franka i marke, i znatno veći od dolara.<sup>1</sup> Još 1940. nivo likvidne aktive u funtama u stranom posedu bio je duplo veći od nivoa aktive u dolarima. Do 1945. godine, međutim, odnos dolara i funte, ovako izražen, tačno je preokrenut (Aliber 1966, str. 19-20). Sâm rat – uključujući američke zajmove i britanske pozajmice i druge posledice – je dovršio uspon dolara na vrh.

Obrt je odražavao dugoročne trendove u ekonomskim osnovama još od kraja devetnaestog veka. Američka ekonomija prerasla je britansku po veličini 1872. godine.<sup>2</sup> Američki izvoz nije pretekao britanski izvoz do 1915. godine. Razvoj finansijskog sistema je kaskao; jedan pokazatelj je da SAD nije ustanovila centralnu banku do 1913. godine. Tokom godina nakon 1914. SAD je prešla iz pozicije neto dužnika u neto poverioca, dok je Velika Britanija išla u obrnutom smeru. Ovo je u velikoj meri bilo vezano za britanske zajmove od SAD kako bi finansirali učešće u Prvom svetskom ratu. Dolar je bio jedina valuta koja je ostala konvertibilna prema zlatu po fiksnoj ceni tokom dvadesetih godina prošlog veka (na primer, Nurkse 1944; Bergsten 1975, str. 53; Eichengreen 1992). Kako je uticaj dolara rastao, njegova upotreba u međunarodnoj trgovini se ubrzano širila. Funta je zadržala ključnu poziciju u međunarodnom trgovinskom sistemu jedino usled inercije u međunarodnim trgovinskim aranžmanima. Ipak, do 1945. godine, svrgavanje je dovršeno.

Pad značaja funte jasno je bio deo šireg konteksta u kom je Velika Britanija gubila ekonomsku nadmoć, kolonije, vojnu snagu i druga svojstva međunarodnog hegemonu. Kako se sada neki pitaju da li je SAD stupila na stranputicu „imperijalnog preterivanja“, sledeći primer Velike Britanije u pogledu budžetskog deficita i vojnih avantura u muslimanskim zemljama, sudbina funte je možda korisno upozorenje. Kriza oko Sueckog kanala 1956. godine često se navodi kao događaj u kom se Britanija i konačno odrekla, pod jakim američkim pritiskom, svojih imperijalnih ambicija. Ali ne treba zaboraviti i važnu ulogu koju su simultano odigrali napad na funtu i američka odluka da joj ne pruži potporu.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> 105,1 milion dolara u funtama, 27,2 miliona u francima, 24,2 miliona u markama i 9,4 miliona u ostalim valutama. 1913. godine, redosled je bio nepromenjen: 425,4 miliona dolara u funtama, 275,1 milion u francima, 136,9 miliona u markama i 55,3 miliona u ostalim valutama (Lindert 1969, str. 16-22).

<sup>2</sup> Na realnoj osnovi – u 1990 međunarodnim Gheary-Kamis dolarima.

<sup>3</sup> Na primer, Boughton (2001) i “Od Sueca do Bagdada”, *Economist*, 22. mart 2003, str. 47. Premijeru je rečeno da SAD verovatno neće podržati zahtev Velike Britanije u MMF-u za podršku funti.

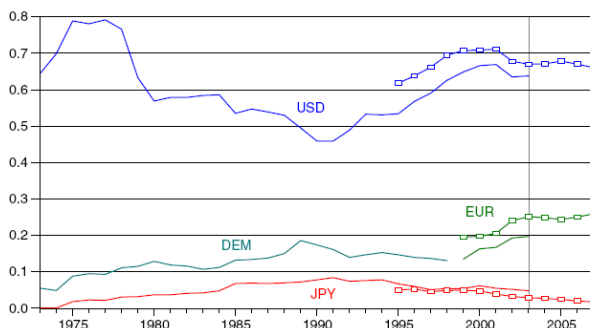
## II Procena međunarodne uloge dolara

Devedesetih godina pojavila su se pitanja o tome da li je dolar u procesu gubitka statusa neprikosnovene međunarodne valute, kao što se dogodilo funti pre toga.<sup>4</sup> Uticaj jena i marke je konstantno rastao tokom sedamdesetih i osamdesetih, mereno udelom u deviznim rezervama centralnih banaka, kruneći udeo dolara. Snažne ekonomske osnove japanske i nemačke ekonomije, naročito suficiti platnog bilansa i niska inflacija, predstavljali su očigledno objašnjenje.

Međutim, činjenice iz devedesetih sugerisale su da je odgovor na to pitanje bio negativan. Posmatrači su pomešali pad vrednosti dolara (u periodu od 1985. do 1995.) sa padom njegove međunarodne važnosti. U stvarnosti, japanska i nemačka ekonomija i njihove valute bile su u značajnom zaostatku u odnosu na SAD i dolar. Osim toga, udeo dolara u međunarodnim rezervama zapravo je porastao tokom devedesetih, kao što slika 1 pokazuje.<sup>5</sup> Tražnja za dolarom je bila jaka i u drugim pogledima; na primer, kao transakciona valuta u Južnoj Americi i uglavnom bilo gde drugde u svetu gde bi ljudi izgubili poverenje u domaću valutu.

Sada se ponovo javilo pitanje 'da li je dolar u opasnosti od gubitka ekskluzivne uloge vodeće svetske valute'. Ali ovog puta, odgovor može biti pozitivan. Osnovni razlog je taj da je evro ozbiljniji konkurent nego što su marka i jen ikada bili. Drugi razlog je da SAD imaju hroničan deficit tekućeg bilansa u poslednjih 25 godina, i da dolar pokazuje trend depresijacije u poslednjih 35 godina. Postoje različiti mogući kriterijumi za ocenu međunarodnog statusa valute: upotreba u fakturisanju trgovine, izražavanju dugova i potraživanja, itd.

**Slika 1.** Udeo tri glavne valute u ukupnim rezervama centralnih banaka



**Izvor:** Revidirani podaci MMF-a spojeni sa starijim podacima nakon 1979. i COFER podacima počev od 1995.

<sup>4</sup> Kindleberger (1995, str. 6) i Kunz (1995) su među onima koji su postavljali to pitanje. Economist od 25. februara 1995. uključio je članak i uvodnik u kom se tvrdilo da 'dominacija dolara bleđi', naročito u korist nemačke marke. Drugi, poput rada koji je objavio Hale (1995), su smatrali da je japanski jen glavni konkurent.

<sup>5</sup> Udeli zasnovani na COFER podacima imaju za pretpostavku da 70% neidentifikovanih rezervi je u dolarima i 25% u evrima. Za više detalja, videti diskusiju na kraju sedmog poglavlja.

Rad se usredsređuje na devizne rezerve iz dva razloga. Prvo, godišnji podaci za sve relevantne valute su dostupni za poslednje tri decenije ili duže; druge međunarodne uloge nisu ni približno iscrpno dokumentovane i kvantifikovane. Drugi razlog je da je uloga rezervne valute važnija od drugih u nastojanju da se odgovori na pitanje da li će SAD moći da nastavi da finansira deficit tekućeg bilansa.

Kako god, faktori koji određuju strukturu deviznih rezervi slični su faktorima koji utiču na ostale međunarodne uloge valute, kao što su upotreba valute u fakturisanju trgovine dobrima i aktivom. Ovu činjenicu korisno je imati u vidu u nastavku naše analize.<sup>6</sup>

### III Determinante deviznih rezervi

Nastojimo da empirijski utvrdimo determinante udela valuta u međunarodnim deviznim rezervama u prošlosti, kako bismo mogli da sagledamo uslove pod kojima bi evro mogao da prevaziđe dolar u budućnosti.<sup>7</sup> Kao osnovu koristimo period od 1973. do 1998, pre usvajanja evra. Ova vežba pre svega predstavlja ocenu parametara i kalibraciju modela, bez mnogo testiranja hipoteza. Drugim rečima, pošto nastojimo da „iscedimo“ dosta iz relativno malog uzorka, namerno namećemo izvesne a priori informacije.

Literatura o tome šta određuje status rezervne valute je relativno dobro utvrđena, iako često bez dovoljno kvantifikacije. Tri ključne premise su:

1. *Determinante*. Lista determinanti se nalazi u petom delu ovog rada. Najznačajniji faktor je veličina zemlje ili regiona u kome je valuta domicilna, ali postoje i drugi faktori.
2. Eksternalije od produktivnih mreža ili ekonomije obima su važne. Verovatnoća je veća da će bilo koja zemlja da koristi onu valutu koju koriste i drugi. Dakle, međunarodna upotreba valute nije linearna u odnosu na determinante. Zapravo, možda postoji *prelomni trenutak*: ako se jedna valuta približi drugoj i pretekne je, derivacija upotrebe te valute u deviznim rezervama u odnosu na njene determinante bila bi viša u tom opsegu nego da je upotreba valute vrlo niska ili

---

<sup>6</sup> Goldberg i Tille (2006), na primer, tvrde da se fakturisanje vrši u dolarima zbog nižih transakcionih troškova vezanih za trgovinu u dolarima. Ali ovi troškovi nisu nepromenljivi. Izbor valute za fakturisanje i držanje novca potrebnog za plaćanja zavisi od makroekonomske kolebljivosti vezane za različite valute. Ako dolar postane manje poželjan kao rezervna valuta, evro može eventualno postati valuta sa nižim transakcionim troškovima.

<sup>7</sup> Ovo predstavlja ažuriranje analize u Chinn i Frankel (2007). Taj rad daje više detalja o ekonometrijskoj metodi.

kada je vodeća valuta neprikosnovena. U tom smislu, prelaz sa jedne valute na drugu događa se rapidno.<sup>8</sup>

3. U hronološkom smislu, međutim, prelaz teče sporo. Koja god valuta se koristila u prošlosti korišćiće se i u budućnosti. Ova *inercija* je veoma jaka.

Prema tome, imamo tri zadatka: (1) da utvrdimo najznačajnije determinante i njihov relativni uticaj, (2) potvrdimo da je funkcija nelinearna i pronađemo odgovarajuću funkcionalnu formu, i (3) ocenimo nivo inercije, koju predstavljamo u obliku legirane zavisne promenljive. Ocene se zasnivaju na podacima o deviznim rezervama centralnih banaka u periodu od 1973. do 1998. godine. Ne možemo biti sigurni da bilo koji set podataka sadrži dovoljno informacija da se dá odgovor na pitanje od interesa. Nažalost, dostupni podaci ne idu ni približno daleko u prošlost da bismo mogli ekonometrijski da ocenimo pad funte sa vodeće pozicije pre otprilike jednog veka. Ipak, početak našeg seta podataka pokriva period u kome je marka preuzela drugu poziciju od funte, što bi moglo da sadrži korisne informacije za ocenu prelomnog momenta, pod tačkom (2). Nadamo se da postoji dovoljno varijacije među državama i tokom godina za korisnu ocenu parametara od interesa pod kategorijama (1) i (3).

Napuštanje marke, franka i guldena 1999. godine predstavlja nepopravljivi prelom u vremenskoj seriji podataka. Međutim, pretvorili smo taj nedostatak u prednost. Proveravamo smislenost našeg modela koji koristimo na podacima do 1999. godine time što testiramo da li uspešno predviđa smer kretanja upotrebe valuta u periodu od 1999. do 2007. Potom koristimo model da predvidimo putanju udela dolara, evra i drugih valuta u budućnosti, kao funkciju nekoliko različitih scenarija u pogledu, na primer, toga koje dodatne zemlje će pristupiti Evropskoj monetarnoj uniji (EMU). Dok nikada nismo očekivali da će predikcije modele biti da bi evro mogao da pretekne dolar u skorije vreme, započeli smo ovu vežbu bez predrasuda o tome da li evro može da pretekne dolar u dugom roku.

#### **IV Dosadašnja međunarodna upotreba evra**

Među različitim pokazateljima međunarodne upotrebe valute, najblagovremeniji su podaci o tome u kojoj su valuti denominovane međunarodne finansijske transakcije. Ubrzo nakon uvođenja, evro je veoma rasprostranjeno upotrebljavan za denominaciju obveznica. U Evropi, zabeležen je ogroman rast korporativnih menica denominovanih u evrima, zajedno sa rapidnom integracijom tržišta nov-

---

<sup>8</sup> Nasuprot argumentima o eksternalijama i prelomnom momentu. Eichengreen (2005) ističe da postoji i argument koji obrazlaže mogućnost istovremenog postojanja višestrukih centralnih međunarodnih valuta: valute se takmiče za investitore.

ca, državnih obveznica, i kapitala. Dok je ova grozničava aktivnost verovatno imala veze sa uvođenjem evra, ona ne zadovoljava definiciju 'međunarodne upotrebe valute' budući da se događa unutar regiona u kome se valuta upotrebljava kao domaća valuta (Gaspar i Hartmann 2005; Rey 2005).

Izvan Evrope, evro je takođe pokazao uspeh. Detken i Hartmann (2000) proučili su podatke o prvoj godini upotrebe evra, pažljivo odvajajući bilanse unutar evrozone kako bi bili u mogućnosti da prate pokazatelje o valutama pre uvođenja evra koji su uporedni sa podacima nakon 1999. godine. Pronašli su da je porast ponude aktive izražene u evrima izvan Evrope premašio porast tražnje. Ukupan međunarodni dug izražen u evrima porastao je sa otprilike 20% neposredno pre stvaranja EMU na nivo od 30% u 2003 (Rey 2005, str. 114).

Po uvođenju, iako je udeo evra bio otprilike jednak zbiru udela marke, franka i guldena godinu dana pre stvaranju EMU, taj udeo je bio niži od zbira udela Evropske valutne jedinice (ECU). To je očekivani rezultat: pre 1999. godine, 12 centralnih banaka moralo je pojedinačno da drži devizne rezerve, uključujući i međusobne valute; sve to je nestalo jednim potezom pera 1. januara 1999. godine. Podaci pre i posle 1999. godine ne mogu se jednostavno porediti da bi se utvrdilo da li je uvođenje evra ugrozilo atraktivnost dolara kao međunarodne rezervne valute. Udeo evra u deviznim rezervama centralnih banaka dostigao je 19,7% u 2003. i pokazuje stabilan rast od tada.<sup>9</sup>

Međunarodna upotreba evra porasla je i po drugim osnovama. Otprilike polovina trgovine evrozone za subjektima izvan evrozone fakturisana je u novoj valuti (Hartmann 1998). Udeo evra u međunarodnim dužničkim instrumentima porastao je na 30% (nasuprot 20% za valute koje je evro nasledio).<sup>10</sup> Anegdotski podaci sugerišu da je evro sve više prihvatljiv u maloprodajnim transakcijama širom sveta, a dolar sve manje.

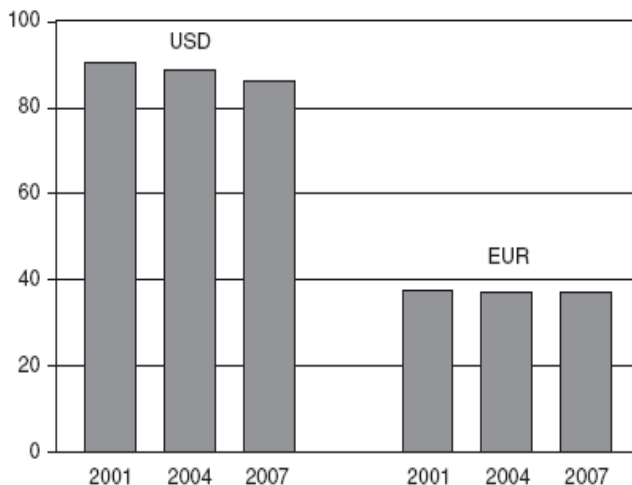
Sveobuhvatni trogodišnji izveštaj o transakcijama na deviznom tržištu, koji sastavlja Banka za međunarodna poravnanja (BIS), pokazao je da je dolar i dalje lako na prvom mestu u 2001, na nivou od 85% od svih transakcija na spot tržištu (od ukupno 200%), dok slede evro (43%) i jen (26%).<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Izvršeno je nekoliko značajnih revizija u procenama udela evra. Na primer, u novembru 2003. MMF je revidirao procenu iz 2002. sa 14,6% na 18,7% (ECB 2003; MMF 2003); u godišnjem izveštaju iz 2004, udeo u 2002. je 19,3%. Rezultati prezentovani u radu koriste revidirane podatke, spojene sa starim podacima pre 1980. godine.

<sup>10</sup> Godišnji izveštaj Evropske centralne banke (2003), iz kojeg navodimo ove podatke, odnosi se na period do polovine 2003.

<sup>11</sup> Da bi uporedili nivo transakcija na deviznom tržištu u evrima i valutama koje je nasledio, mora se uzeti u obzir nestajanje međusobnih transakcija 12 zemalja, kao što su to učinili Detken i Hartmann u 'jednostavnoj aritmetici EMU' (2002, str. 558-9). Njihov nalaz je da je pad koji se uočava gotovo potpuno objašnjen ovim nestankom.

**Slika 2.** Valutna kompozicija prijavljenog obrta na deviznom tržištu – procentualni udeli prosečnog dnevnog obrta u aprilu sve godine (udeli zbirno daju 200%)



Izvor: BIS (2007, str. 11)

Isti redosled ostaje i kada se dodaju dugoročni i svop aranžmani, i over-the-counter derivate. Naredni trogodišnji izveštaj BIS, od aprila 2004, pokazao je malu promenu u korist evra. Uključujući i dugoročne i svop aranžmane, dolar je bio uključen u 89% svih transakcija, a evro u 37% u 2004 (BIS 2005). Najnoviji izveštaj koji se odnosi na april 2007, pokazuje da je dolar nastavio pad na nivo od 86% svih transakcija. (U međuvremenu, u neprimećenom povratku, funta se približila jenu u borbi za treće mesto.) Over-the-counter tržište derivata daje drugačiju sliku: evro povećava svoj udeo od uvođenja, a dolar gubi (BIS 2007, str. 11). Slika 2 ilustruje postupni pad udela dolara u ukupnom prometu na svetском deviznom tržištu, uključujući tradicionalne i over-the-counter derivate.

Ukratko, evro je druga najvažnija valuta, ispred jena, i veoma je brzo prihvaćena, ali je u značajnom zaostatku u odnosu na dolar za koji većina analitičara smatra da je lagodno na prvom mestu. Sada se okrećemo utvrđivanju najvažnijih determinanti statusa međunarodne valute.

## **V Faktori koji lansiraju valutu na nivo međunarodnog statusa**

Literatura o međunarodnim valutama navodi niz određujućih faktora.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Među relevantnim radovima su Aliber (1966), Alogoskoufis i Portes (1992), Bergsten (1975), Black (1989), Dooley et al. (1989), Eichengreen i Frankel (1996), Eichengreen i Mathieson

(1) *Veličina ekonomije i trgovine.* Valuta zemlje koja ima veći udeo u međunarodnom dohotku, trgovini i finansijskom sistemu prirodno ima veću prednost. Američka ekonomija i dalje je najveća u smislu društvenog proizvoda i trgovine. Prema tim pokazateljima, Japan bi trebalo da bude na drugom mestu, ispred Nemačke. Ne uzimajući u obzir neutemeljene strahove, nikada nije bilo izvesno da Japan, zemlja sa upola manjom populacijom i daleko manjom površinom i prirodnim resursima, preuzme vodeću ulogu od SAD u pogledu ekonomske veličine. Međutim, evro je sada domaća valuta za 15 zemalja.<sup>13</sup> Zajedno, njihova „težina“ je znatno veća u poređenju sa samom Nemačkom ili Japanom. Kao što pokazuje tabela 1, u 2007. godini, evrozona nije bila baš jednako velika kao SAD. Ali mereno po sadašnjem kursu, vrednost američkog BDP-a izgleda da je na početku 2008. godine po prvi put pala iza BDP-a evrozone. Veoma je verovatno da će svih 12 zemalja koje su postale članice EU u poslednjih 4 godine na kraju pristupiti i EMU-u, što će dodatno da poveća evropski BDP u odnosu na američki. Ako bi i ostale tri dugoročne članice EU – Velika Britanija, Švedska i Danska – prihvatile evro, evrozona bi definitivno ekonomski prerasla SAD; ipak, mala je verovatnoća da se to dogodi. Ako neka od ovih veća zemalja i odluči da prihvati evro, to se neće skoro dogoditi. Dakle, pitanje relativne veličine takođe zavisi od stopa rasta američke i evropskih ekonomija. Kao alternativa BDP-u kao merilu ekonomske veličine, takođe smo upoređivali obim ostvarene trgovine.

**Tabela 1.** Ekonomska veličina SAD nasuprot Evropi

SAD	2004		2007	
	\$11,5 hiljada milijardi		\$13,8 hiljada milijardi	
	Broj članica		Broj članica	
Evrozona	12	\$9,0 hiljada milijardi	13 <sup>a</sup>	\$11,9 hiljada milijardi
EU (nakon maja 2004.)	25	\$12,1 hiljada milijardi	27 <sup>b</sup>	\$16,6 hiljada milijardi

Beleške:

<sup>a</sup> Uključujući Sloveniju, ali ne i Maltu i Kipar koji su pristupili u Januaru 2008.

<sup>b</sup> Uključujući Bugarsku i Rumuniju

(2) *Razvijenost finansijskog tržišta.* Da bi valuta dobila međunarodni status, tržišta novca i kapitala u zemlji moraju biti ne samo otvorena i bez restrikcija, već i duboka i snažno razvijena. Velika tržišta u Njujorku i Londonu dugo su favorizovala dolar i funtu u odnosu na evro i prethodno nemačku marku, budući da Frankfurt i dalje znatno kaska kao finansijski centar. U našem prethod-

(2000), Frankel (1992, 1995), Kenen (1983), Krugman (1984), Kindleberger (1981), Matsuyama et al. (1993), McKinnon (1969, 1979), Portes i Rey (1998), Rey (2001), Swoboda (1969), Tavlas (1993), i Tavlas i Ozeki (1992).

<sup>13</sup> Slovenija se priključila u januaru 2007, a Kipar i Malta u januaru 2008. godine.



nom radu, uzeli smo zdravo za gotovo da je Frankfurt finansijski centar za evro. U okviru scenarija po kom bi Velika Britanija odlučila da pristupi EMU, evro bi ojačao na dva načina; od toga što bi britanska ekonomija doprinela ekonomskoj veličini evrozona, i od prednosti koje bi donelo razvijeno finansijsko tržište u Londonu.

Iznenadujuće je teško naći pokazatelj kojim bi se izmerili veličina, dubina i stepen razvoja svih finansijskih centara. Odlučili smo da kao primarnu meru koristimo podatke o ukupnom deviznom obrtu u odgovarajućim centrima: Njujorku, Londonu, Frankfurtu, Tokiju, Cirihi, itd. Ova mera razlikuje se od obima prometa valutama (dolar, funta, evro, itd.), pokazatelja koji bi bio direktnije određen međunarodnim statusom valute koji pokušavamo da objasnimo. Primarna mera, na primer, pokazuje primat Londona kao finansijskog centra uprkos maloj ulozi funte. Ova mera, ipak, do izvesne mere reflektuje udeo različitih oblika finansijskih transakcija (kratkoročnih i dugoročnih, bankovnih i hartija od vrednosti, obveznicama i akcijskim kapitalom). Nadalje, ova mera omogućuje prikupljanje podataka za sve relevantne zemlje i za čitav period – mada sve teže kako se udaljavamo od sadašnjosti prema sedamdesetim godinama. Takođe koristimo i alternativnu meru veličine finansijskog centra – veličinu berzi pojedinačnih zemalja.

(3) *Poverenje u vrednost valute.* Čak i ako bi se ključna valuta koristila samo kao obračunska jedinica, neophodan uslov bi bio da njena vrednost ne fluktuirala drastično. No, ključne valute takođe se koriste kao sredstvo u kom se drži aktiva (firme drže radne bilanse u valuti u kojoj fakturišu isporuke, investitori drže obveznice izdane međunarodno, a centralne banke drže devizne rezerve). Ovde, poverenje u vezi sa stabilnošću valute, i naročito da vrednost neće biti erodirana inflacijom u budućnosti, je kritična. Monetarne politike Japana, Nemačke i Švajcarske tokom sedamdesetih imale su bolji rezultat u održavanju niske inflacije nego SAD, što je pomoglo tome da one ojačaju međunarodni status svojih valuta. Donedavno, čak i tokom osamdesetih, i aritmetička sredina i varijansa stope inflacije u SAD bile su više nego u ove tri zemlje, mada niže nego u Velikoj Britaniji, Francuskoj, Italiji i mnogim drugim zemljama (na primer, Tavlas i Ozeki 1991).

S obzirom na dobre rezultate u pogledu inflacije u SAD tokom devedesetih, ovo više nije briga kao ranije. Važniji negativan faktor za dolar je činjenica da je SAD veoma veliki dužnik. Čak i ako američka centralna banka nikada ne podlegne iskušenju da kroz inflaciju redukuje dug, neprestani deficit tekućeg bilansa je uvek verovatni izvor pritiska prema depresijaciji vrednosti dolara. Takve brige mogu da učine dolar neatraktivnim.

(4) *Mrežne eksternalije.* Vrednost međunarodne valute, kao i domaće, posledica je toga što je i drugi koriste. To je klasičan primer mrežnih eksternalija. U tom smislu, suštinske karakteristike valute manje su bitne od prethodnog,

istorijskog iskustva. Prisutna je veoma jaka inercija u korist bilo koje valute koja je imala međunarodni status u prošlosti.

Možemo napraviti poređenje sa jezikom. Ako bi neko rešio da sačini perfektan jezik, to svakako ne bi bio engleski. (To bi verovatno bio Esperanto). Niko ne bi tvrdio da je engleski jezik naročito pogodan da bude svetska *lingua franca* usled svojstvene lepote, jednostavnosti i efikasnosti. Nije ni elegantan i „pevljiv“ kao francuski jezik, na primer, niti gramatički i pravopisno jednostavan kao recimo španski ili italijanski. Ipak, engleski je svakako jezik kojim se pripadnici različitih nacija najviše služe u međusobnoj komunikaciji i poslovanju, i sve više je tako. Jezik, kao i valuta, se odabira na osnovu verovanja da će ga i drugi najverovatnije koristiti.

Krugman (1984) je pokazao da mogu postojati višestruka ravnotežna stanja u upotrebi međunarodnih valuta, razvijajući neformalne ideje autora kao što su Kinleberger (1981), McKinnon (1979) i Swoboda (1969). Matsuyama et al. (1993) podigli su teoriju na sledeći nivo apstrakcije analizirajući problem koristeći teoriju nasumično povezujućih igara („random matching games“, vidite takođe Rey 2001).

Rezultat je da male promene u determinantama neće izazvati odgovarajuće promene u strukturi deviznih rezervi, barem ne u kratkom roku. U najmanju ruku, biće potrebno vreme da se promene pojave. Kao što smo naveli, funta je ostala međunarodno važna valuta čak i nakon što je Velika Britanija izgubila status ekonomske supersile na početku prošlog veka. U sadašnjem kontekstu, sile inercije favorizuju kontinuelnu centralnu ulogu dolara. Takođe, kao što smo već naveli, ekonomija obima sugeriše da čak i dugom roku, mere međunarodne upotrebe valute možda nisu linearne u odnosu na determinante. Možda postoji prelomni trenutak u kom jedna valuta pretiče drugu.

Još jedan aspekt mrežnih eksternalija je ekonomija opsega. Verovatnije je da će pojedinac (izvoznik, uvoznik, zajmodavac, zajmoprimac ili igrač na deviznom tržištu) da koristi izvesnu valutu ukoliko je i drugi pojedinci koriste. Ako se jedna valuta naširoko koristi za fakturisanje trgovine, verovatno će se koristiti i za obračunavanje finansijskih transakcija. Ako se koristi u finansijskim transakcijama, verovatno će se koristiti i za transakcije na deviznom tržištu, što će nadalje verovatno da nagna zemlje da formiraju peg uz tu pre nego neku drugu valutu.<sup>14</sup> I tako dalje. U ovom radu, zadovoljavamo se predviđanjem upotrebe valu-

<sup>14</sup> U nekim od naših empirijskih specifikacija, probali smo da dodamo listi determinanti i pokazatelj popularnosti najvažnijih valuta kao peg valutu za manje zemlje (kao što su sugerisali Eichengreen i Mathieson 2000). Azijska zemlja koja ima peg prema dolaru, na primer, će verovatno da drži veći deo svojih rezervi u dolarima. Prepoznajemo da odluka oko pega nije nezavisna, već simultano povezana sa odlukom o strukturi rezervi i drugim merama upotrebe međunarodne valute. Nismo našli statistički značajan pozitivan efekat. Možda je to i bolje, jer nas je pošteđelo nevolja oko endogenosti odluka o formiranju pega. U onome što sledi, naglašavamo regresione rezultate koji ne uključuju promenljivu koja se odnosi na peg.

ta u strukturi deviznih rezervi, uz razumevanje da su drugi oblici upotrebe valute pod uticajem istih faktora.

## **VI Ekonometrijska ocena tražnje za rezervnom valutom**

Koristimo podatke MMF-a o udelu najvažnijih valuta u ukupnim deviznim rezervama. Podaci uglavnom nisu dostupni za bilanse pojedinačnih centralnih banaka budući da većina njih to smatra veoma poverljivim.<sup>15</sup>

### *A. Funkcionalna forma*

Slika 3 jasno pokazuje da veza između ekonomske veličine i udela valuta nije linearna. Zapravo, funkcionalna forma ne može ni biti doslovce linearna jer se pokazatelj udela valuta kreće u rasponu od 0 do 1. Prirodno rešenje za ovo je da se izvrši logistička transformacija podataka o odelima.<sup>16</sup> Standardizovana logistička transformacija je simetrična, i ima maksimalan raspon kod udela od 0.5.

Slika 4 grafički prikazuje odnos između transformisane promenljive udela i ekonomske veličine. Čini se da regresiona prava sada bolje odgovara podacima, ukazujući da je logistička transformacija dobro rešenje.

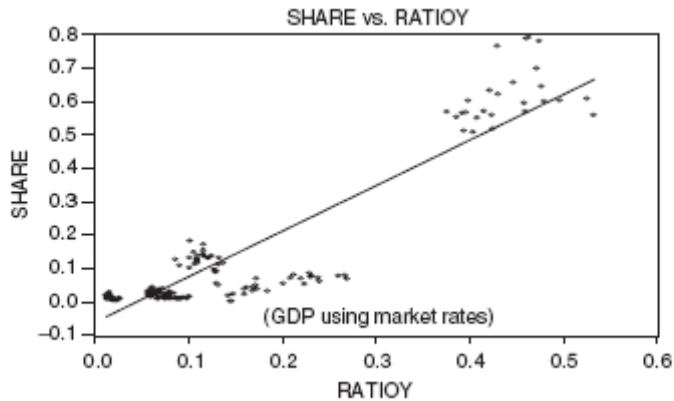
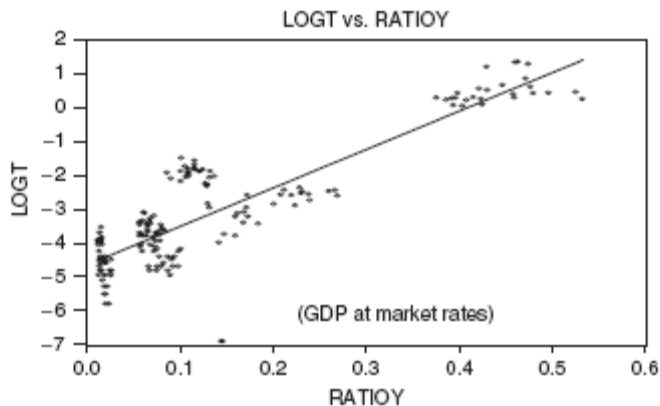
### *B. Osnovni rezultati, 1973.-1998.*

U tabeli 2 dajemo rezultate regresija udela valuta i pokazatelja o kojima smo diskutovali, gde koristimo logističku transformaciju kao odgovor na problem oko nelinearnosti. Sudeći po broju statistički značajnih koeficijenata, ova funkcionalna forma je statistički uspešnija od linearne forme. U svim specifikacijama uključujemo legiranu zavisnu promenljivu, kako bismo uzeli u obzir parcijalno prilagođavanje, što je veoma važan faktor.

---

<sup>15</sup> MMF dalje kategorizuje podatke na strukturu ukupnih rezervi razvijenih i zemalja u razvoju. Neki smatraju da su podaci za razvijene zemlje interesantniji usled veće pouzdanosti i preciznosti. Drugi smatraju da su podaci za zemlje u razvoju interesantniji jer G-10 zemlje ne mogu da drže sopstvene valute u rezervama.

<sup>16</sup> Logistička transformacija= $\logaritam(\frac{udeo}{1-udeo})$ .

**Slika 3.** Udeli valuta i BDP (meren po tržišnom kursu)**Slika 4.** Udeli valuta (logistički transformisani) i BDP (meren po tržišnom kursu)

Lako je sumirati rezultate. Veličina zemlje ( u smislu relativne veličine dohotka) ima značajan pozitivan uticaj. Koeficijenti za sve tri promenljive zasnovane na stopi povraćaja su očekivanog znaka: pad vrednosti valute smanjuje njenu privlačnost. Ove promenljive su često ocenjene statistički značajno, mada je inflacija (izražena kao razlika u odnosu na prosečnu inflaciju u razvijenim zemljama) ocenjena konzistentije i jače nego trend depresijacija (izražena kao prosečna dvadesetogodišnja stopa promene vrednosti valute u odnosu na specijalna prava vučenja – SDR) ili kolebljivost vrednosti. Devizni obrt kao mera dubine konkurentnih finansijskih centara ocenjen je sa očekivanim znakom, ali statistički značajno samo u manjem broju slučajeva. Koeficijent legirane zavisne promenljive sugeriše da je prilagođavanje sporo. Tek 12% prilagođavanja dugoročnom tren-

du je ocenjeno da se događa godišnje, upućujući na poluvek od otprilike pet do šest godina za ostvarenje procesa prilagođavanja.

Dublja analiza upućuje da su rezultati naročito osetljivi na uključenje japanskog jena (koji je imao jaku trend apresijaciju tokom perioda bez da je ostvario status koji su mu mnogi predviđali). Isključujući Japan dobijamo rezultat u trećoj koloni, u kojoj su sve promenljive statistički značajne.

Nakon što smo utvrdili funkcionalnu formu i potvrdili uticaj određenih pokazatelja, okrećemo se oceni i predviđanju determinanti koja od dve valute će imati status najvažnije međunarodne valute. Ovu redukovanu jednačinu koristimo za predviđanje odnosa između evra i dolara.<sup>17</sup>

**Tabela 2.** Rezultati panel regresije o determinantama valutnih udela

Zavisna promenljiva: logistički transformisani udeli valuta u deviznim rezervama  
Uzorak pre evra (1973.-1998.)

	[1]	[2]	[3]
Konstanta	<b>-0.65</b> [0.15]	<b>-0.49</b> 0.14	<b>-0.12</b> [0.06]
BDP udeo ( $y$ )	<b>2.77</b> [0.64]	<b>2.22</b> [0.62]	<b>1.04</b> [0.29]
Inflacija ( $\pi$ )	<b>-2.64</b> [1.16]		
Depresijacija ( $\Delta s$ )		-1.08 [1.29]	<b>-1.10</b> [0.59]
Prinos ( $\sigma$ )	<b>-0.98</b> [0.57]	-0.58 [0.58]	<b>-1.25</b> [0.34]
Udeo deviznog obrta ( $to$ )	0.45 [0.29]	0.21 [0.30]	<b>0.43</b> [0.14]
Legirana zavisna promenljiva: logit(udeo <sub>t-1</sub> )	<b>0.85</b> [0.03]	<b>0.88</b> [0.03]	<b>0.96</b> [0.01]
$N$	182	182	156
<i>Uzorak</i>	1973.-98.	1973.-98.	1973.-98.
<i>Koeficijent determinacije</i>	0.97	0.97	0.99

Beleške: Zavisna promenljiva je logit(udeo)  $\equiv$  logaritam(udeo/1-udeo)); sve promenljive su u decimalnom obliku; BDP meren po tržišnom kursu; ocene po metodu običnih najmanjih kvadrata; ocene masnim slovima statistički značajne na nivou od 10%; kolona 3 izostavlja japanski jen i koristi standardne greške ponderisane uporednim preseccima.

### C. Test van uzorka, 1999.-2007.

Korisno je videti kako se naš model ponaša u predviđanju trendova u strukturi deviznih rezervi nakon uvođenja evra 1999. godine.<sup>18</sup> Ovo je teže uraditi nego

<sup>17</sup> Parametri verzije sa dve valute ocenjeni su u tabeli 8 u Chinn i Frankel (2007).

<sup>18</sup> U tabeli 2 u Chinn i Frankel (2007), procenjujemo preciznost prognoze van uzorka našeg pre-evro modela za svih pet najrasprostranjenijih međunarodnih valuta tokom prvih pet godina nakon

što se čini. U periodu nakon naših inicijalnih ocena, MMF je prestao da objavljuje rezultate o deviznim rezervama na način na koji je to činio do godišnjeg izveštaja 2004. godine. Nakon toga, MMF više nije pokušavao da oceni kompoziciju deviznih rezervi onih centralnih banaka koje mu ne podnose detalje. Umesto toga, MMF COFER baza podataka sada te podatke daje u okviru kategorije neodređeno („unallocated“). Nažalost, za naše potrebe, ova kategorija je veoma velika, obuhvatajući oko 26,5% ukupne mase. Moramo dakle sami da odlučimo koja je približna struktura ovih rezervi. Pretpostavljamo da 70% otpada na dolar a 25% na evro.

Kao što se može videti na slici 5, i nivo i trend stvarnih udela tokom perioda od 2005. do 2007. – rastući za evro i opadajući za dolar – blisko odgovaraju simulaciji u kojoj stope prinosa od valuta su predviđene da prate trend iz prve četiri godine ove decenije. Ovo nas ohrabruje u uverenju da smo na osnovu istorijskih podataka nešto naučili o relevantnim promenljivama, funkcionalnoj formi i koeficijentima.

## VII Predviđanje

Cilj je da se upotrebe ocenjeni parametri za predviđanje udela dolara, evra i drugih valuta u narednim decenijama. U okviru bilo kog verodostojnog scenarija, dolar će ostati daleko ispred evra i ostalih potencijalnih konkurenata u narednim godinama. Ali mi hoćemo da saznamo da li postoje mogući scenariji koji daju drugačiji odgovor nakon 20 ili 30 godina, i ako je tako, koje bi bile najvažnije determinante. Prvo, dve ograde – ovo su prognoze koje uključuju relativno mehanističke varijacije. Nema interakcija između, na primer, depresijacije vrednosti valute i njene kolebljivosti. Čak ne pokušavamo ni da predvidimo budući kurs ovih promenljivih. Drugo, simulacije su dobre samo onoliko koliko su naši parametri koje smo ocenili na osnovu istorijskih podataka dobri; većina njih nisu ni potpuno precizno ocenjeni, niti su u potpunosti stabilni.

### A. Scenariji

U prethodnom radu, eksperimentisali smo sa nizom različitih scenarija. Dva scenarija dala su rezultat po kom bi se evro polako približio dolaru, i onda negde tokom treće decenije ovog veka bi nastupio prelomni momenat, rapidni obrt u kom bi evro prestigao dolar, koji bi se stabilizovao na drugom mestu. Prvi scenario je da EU zemlje koje trenutno nisu u evrozoni, od kojih je Velika Britanija

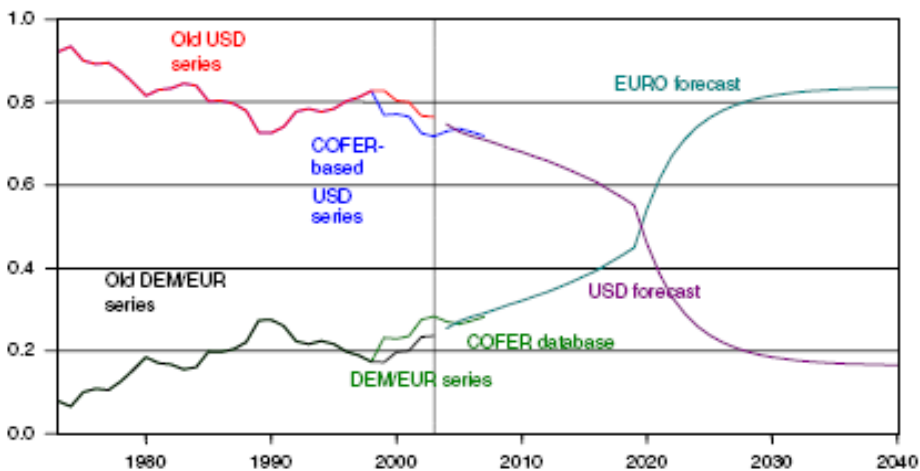
---

uvođenja evra. Ovde to preskačemo i direktno se bavimo modelom sa dve valute, i ažuriramo prognoze van uzorka sa dodatne tri godine podataka.

daleko najvažnija u ovom kontekstu, eventualno pristupe.<sup>19</sup> Čak ni pre tri godine nismo tvrdili da je ovo verovatan scenario, a danas se čini još manje izvesnim, naročito s obzirom na dobar učinak britanske ekonomije od uvođenja evra. Verovatnijim nam se činio scenario po kom bi samo manje članice EU pristupile evrozoni – zemlje koje sa svojom veličinom ne bi imale puno uticaja – ali po kom bi dolar nastavio da gubi vrednost po istorijskoj stopi. Po ovom scenariju obrt u ulogama dolara i evra nastao bi 2022. godine (slika 5).

Sa jedne strane, moglo bi se tvrditi da je ovo suviše pesimističan scenario za dolar, iz dva razloga: prvo, stopa depresijacije dolara između 2001. i 2004. godine bila je viša od istorijskog proseka; i drugo, scenario nije uzeo u obzir mogućnost bržeg ekonomskog rasta u SAD nego u evropskim zemljama. Sa druge strane, moglo bi se reći da je scenario suviše optimističan, iz tri razloga. Prvo, dolar je zapravo pokazao bržu a ne sporiju depresijaciju nakon 2004. godine. Drugo, potencijali za rast sada ne izgledaju tako loše za EU, u svetlu solidnog oporavka rasta produktivnosti u zapadnoj Evropi i daljeg prilagođavanja novih članica koje, iako male u pogledu dohotka po glavi stanovnika, imaju jake potencijale u pogledu stanovništva i privrednog rasta.

**Slika 5.** Ažurirana slika 12 iz Chinn i Frankel (2007), slučaj 4, scenario D. Simulacija ulaska Velike Britanije u EMU i nastavak depresijacije dolara po stopi između 2001. i 2004.

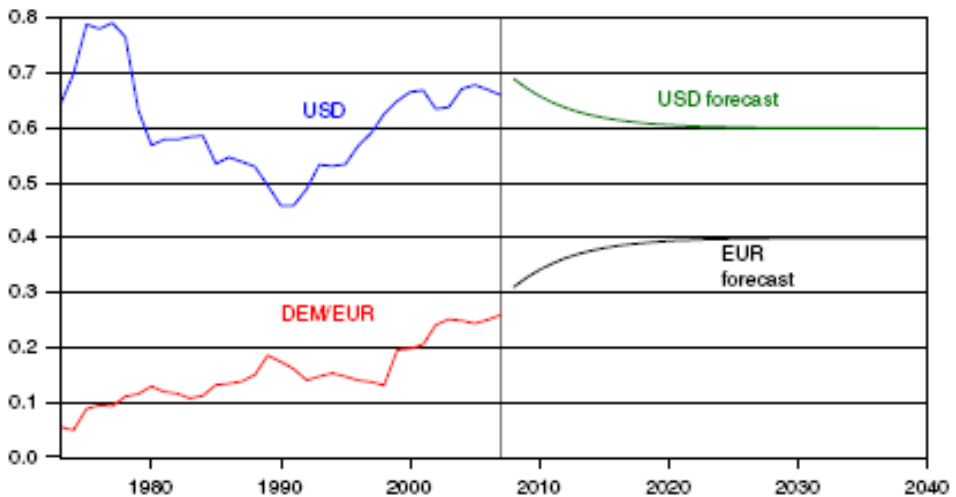


Treći razlog je potencijalno najvažniji. Mera finansijske razvijenosti koju smo dosad koristili – devizni obrt u Frankfurtu nasuprot Njujorka – verovatno potce-

<sup>19</sup> Deset novih članica EU bi pristupile evrozoni 2010, Švedska i Danska 2015, i Velika Britanija 2020; SAD bi zadržale svoj udeo u svetskom dohotku, a dolar bi nastavio depresijaciju po stopi ostvarenoj između 2001. i 2004. godine.

njuje napredak evra. Galati i Woodbridge (2006) „nalaz[e] da likvidnost i opseg finansijskih tržišta evra brzo sustižu tržišta dolara, i kao rezultat evro podriva neke od prednosti koje su istorijski podupirale dominaciju dolara kao rezervne valute“. Pre tri godine uzimali smo zdravo za gotovo da bi evru koristile likvidnost i širina finansijskog centra u Londonu ako i samo ako bi Velika Britanija pristupila evrozoni, što smo smatrali malo verovatnim. (U ovome smo delili pretpostavke britanskih donosilaca odluka da neučešće u evrozoni može negativno da se odrazi na London kao finansijski centar). Frankfurt ostaje daleko manje razvijen kao finansijski centar u odnosu na London i Njujork, koji je u prethodnim scenarijima možda bio i najjasniji kočioni faktor protiv ekspanzije evra kao međunarodne valute. Ali danas deluje da je London postao finansijski centar za evro čak i uprkos tome što je Velika Britanija izvan evrozone.

**Slika 6.** *Samo nove članice EU pristupaju EMU (dok Britanija ostaje izvan), i dolar depresira po dvadesetogodišnjoj stopi do 2007. godine.*



Dakle, eliminišemo scenario po kom bi Velika Britanija, Danska i Švedska mogle pristupiti evrozoni u dogledno vreme. Takođe napuštamo pretpostavku da dolar nastavlja depresijaciju po stopi između 2001. i 2004. godine (a kamoli po stopi od 2004. do 2007.).

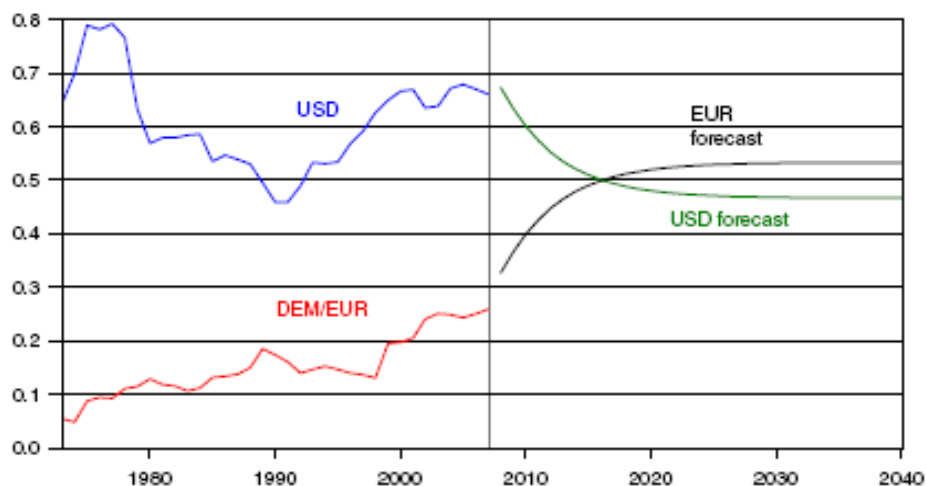
Naš drugi scenario predstavlja najkonzervativniji slučaj: dolar nastavlja sa depresijacijom samo po prosečnoj stopi u poslednjih 20 godina do 2007, i samo nove članice EU se priključuju monetarnoj uniji. Koristeći BDP nivoe prema sadašnjim tržišnim cenama, promenljivost kursa i obim deviznih transakcija iz 2007. godine, dobijamo prognozu o odnosu dolara i evra prikazanu na slici 6. U



ovom slučaju, dolar zadržava primat, čak i ako evro suzi razliku na odnos 60%-40%.

Kao što smo napomenuli, dubina finansijskog tržišta je značajan faktor. Treći scenario uključuje ideju da London, a ne Frankfurt, u nekom smislu istinski finansijski centar evra. Deluje neverovatno, međutim, tvrditi da je London u potpunosti posvećen samo snabdevanju evrozone likvidnošću. Stoga, odlučili smo da 20% deviznog obrta u Londonu otpada na evro.<sup>20</sup> Koristeći ovu meru finansijske dubine, dobijamo prognozu koja je prikazana na slici 7. U ovom slučaju, evro pretiče dolar negde oko 2015. godine.

**Slika 7.** *Samo nove članice EU pristupaju EMU (dok Britanija ostaje izvan), ali 20% deviznog obrta na londonskom finansijskom tržištu otpada na evro, i dolar depresira po dvadesetogodišnjoj stopi do 2007. godine.*



Ove simulacije ilustruju kakve kombinacije pretpostavki utiču na pojavu ključnog trenutka u našem modelu.<sup>21</sup>

## VIII Zaključak

Iako se naša ekonometrijska analiza odnosi samo na ulogu valute u deviznim rezervama, verujemo da se slični zaključci mogu doneti i za druge kriterijume

---

<sup>20</sup> Ova cifra odabrana je jer 42% od ukupnih 200% deviznih transakcija u Londonu uključuje evro na jednoj ili drugoj strani transakcije; podeljeno sa dva, to daje 21% (BIS 2007).

<sup>21</sup> Na primer, ova prognoza podrazumeva, kao što se vidi sa slike 6, da kolebljivost dolara ostaje znatno viša od kolebljivosti evra. Ako bi pretpostavili da ova razlika splasne na nivo sa kraja 2003. godine (kao u našoj prethodnoj studije), obrt uloga ne bi se dogodio.

međunarodnog statusa valute. Na primer, slični aspekti ekonomske veličine zemlje, dubine finansijskog sistema i stope povraćaja direktno utiču na odluke privatnih lica o tome koju će valutu koristiti za transakcije i kao sredstvo čuvanja vrednosti. Zatim, jedna međunarodna funkcija valute znatno utiče na druge funkcije. Ako centralne banke drže veći deo rezervi u evrima, verovatno će hteti da obavljaju i devizne transakcije u evrima. Prema tome, evro može postati osnova valuta za obračun transakcija na deviznom tržištu. I ako postane jednostavnije vršiti transakcije u evrima bez prethodne konverzije u dolare, onda će privatne firme verovatno fakturirati trgovinu i držati bilanse u evrima. Ako bude tako, onda će firme verovatno hteti da pozajmljuju u evrima. I tako dalje. Dakle, ako bi evro pretekao dolar u pogledu udela u deviznim rezervama, prirodno je pomisliti da bi evro mogao da parira dolaru i u ovim drugim dimenzijama međunarodne upotrebe valuta.

#### *A. Moguće implikacije pada dolara*

Poslednjih godina, centralne banke su akumulacijom deviznih rezervi u dolarima finansirale veći deo deficita tekućeg bilansa SAD nego u ranijim godinama, kada su kapitalni prilivi stizali uglavnom iz privatnog sektora. Međutim, SAD ne može neophodno u nedogled da se nada podršci centralnih banaka. Jedan razlog, koji stoji čak i ako Kina i neke zemlje izvoznice nafte nastave da održavaju potcenjenost svojih valuta, je da one mogu da diverzifikuju svoje devizne rezerve na račun dolara bez efektivne apresijacije. Važno je da sada postoji kredibilan rival dolaru za status najvažnije međunarodne valute, koji ima mnoge poželjne karakteristike. To nije bio slučaj kasnih sedamdesetih i početkom devedesetih kada je javnost grozničavo spekulisala da bi jen ili marka mogli da preteknu dolar.

Tačno je da azijske centralne banke imaju mnogo da izgube u pogledu vrednosti svojih deviznih rezervi ukoliko bi „rasprodaja“ dolara izazvala njegov krah. Ali mi se slažemo sa zaključkom u Eichengreen (2005) da će svaki pojedinačni učesnik shvatiti da bi izgubio još više ukoliko ostane u mestu kada i ako bi svi nastavili da trče. Dakle, ako se SAD oslanja na ekonomske interese dugih zemalja, ne može u nedogled da se nada da će biti izbačena. Dok ekonomski interes pojedinaca može dovesti do pada dolara u budućnosti, da li bi vlade važnih zemalja mogle smatrati da je njihova obaveza da iz geopolitičkih razloga nastave da podržavaju dolar? Tako je bilo šezdesetih godina, delom jer je sovjetska pretnja vodila visokom nivou solidarnosti i saradnje (ne uzimajući u obzir ponašanje Šarla de Gola) koja nije prisutna danas. Čak i tada, Breton Vuds sistem je propao. Da podsetimo, ključni momenat izazvan tzv. Trifinovom dilemom ionako je ubrzan ekspanzivnom fiskalnom i monetarnom politikom u SAD tokom rata u Vijetnamu i rezultujućim produbljenjem platnobilansnog deficita. Međunarodni investitori prodavali su dolare. U avgustu 1971, SAD je odgovori-

la jednostranim ukidanjem konvertibilnosti prema zlatu i devalvacijom, čime je okončan Breton Vuds režim. Do marta 1973, sve veće razvijene zemlje odustale su od napora da zadrže peg prema dolaru. Udeo marke i jena u rezervama rapidno je porastao u nastavku sedamdesetih i tokom osamdesetih godina (mada je udeo i dalje ostao daleko iza udela dolara iz razumljivih razloga).

Tokom poslednje četiri decenije, američki saveznici bili su voljni da plate finansijsku cenu kako bi podržali američko vođstvo u upravljanju međunarodnim ekonomskim sistemom, jer su jasno videli svoj interes. Šezdesetih, Nemačka je bila voljna da prihvati troškove stacioniranja američkih trupa na svojoj teritoriji kako bi spasila SAD od platnobilansnog deficita. Američka vojska dugo je plaćala manje za prisustvo u Japanu nego što bi plaćala kod kuće. 1991. godine, Saudijska Arabija, Kuvajt i niz drugih zemalja prihvatili su finansijski trošak Zalivskog rata, čime su privremeno pomogle uklanjanje deficita tekućeg računa SAD jedini put u poslednjih 20 godina. Više puta centralna banka Japana, među ostalima, bila je voljna da masovno kupuje dolare kako bi bila sprečena njegova depresijacija (kasnih šezdesetih, ranih sedamdesetih, kasnih osamdesetih).

U istom periodu u kom je nestao budžetski suficit i nanovo se pojavili dvostruki deficiti – nakon 2001. – Amerikanci su takođe izgubili ugled i političku podršku u većem delu sveta.<sup>22</sup> U prošlosti, deficiti izazvani imperijalnim preterivanjima bili su pod kontrolom jer bi drugi platili (vojne) troškove: Nemačka i Japan tokom Hladnog rata, Kuvajt i Saudijska Arabija 1991. Sada, hegemon je izgubio svoj legitimitet u očima mnogih. Naredni put kada SAD zatraži pomoć od drugih centralnih banaka u podršci dolaru, da li će one biti tako voljne kao što su bile evropske zemlje tokom šezdesetih, ili Japan u kasnim osamdesetim nakon Sporazuma u Luvru? Bojimo se da neće.

Naš scenario u pogledu rivaliteta između dolara i evra nema za cilj da izrazi poseban optimizam u pogledu upravljanja i ekonomskih dometa Evrope. I evropski političari i evropska javnost su načinili mnogo grešaka. Ali to su činili i Amerikanci.

## **IX Saž**

Prognoze o scenarijima po kojim bi evro mogao da postane rival ili pretekne dolar kao svetski najvažniju međunarodnu valutu su glavni doprinos ovog rada. Pre nekoliko godina, mislili smo da uslovi koji bi doveli do obrta uloga u naredne dve decenije moraju uključiti ili pridruživanje Velike Britanije monetarnoj uniji, što deluje malo izvesno, ili da dolar nastavi depresijaciju po tempu između 2001. i 2004. godine (4% na efektivnoj osnovi), jer bi makroekonomska politika

---

<sup>22</sup> Nasuprot međunarodnim stavovima s početka ovog veka, Pew Global Attitudes projekat pokazao je da većina zemalja sada vidi Ameriku veoma negativno. Druge ankete daju slične rezultate.

SAD konačno podrila poverenje u vrednost dolara. Sada, čak i bez britanskog učešća u EMU, ukoliko bi se deo londonskog finansijskog tržišta posmatrao kao dom transakcijama u evrima, nalazimo da bi evro mogao da pretekne dolar već oko 2015. godine.

Ako bi dolar zaista izgubio vodeću ulogu, trošak za SAD bi verovatno bio veći od prostog gubitka usko definisanih privilegija. SAD bi izgubila ogromnu privilegiju svojevrsnog svetskog bankara koji prihvata kratkoročne depozite po niskim kamatnim stopama u zamenu za dugoročne investicije sa visokim stopama povraćaja. U kombinaciji sa drugim političkim dešavanjima, može se dogoditi da SAD izgube poziciju političkog i ekonomskog hegemonu. Ovo su vekovne prednosti kojih će se biti teško odreći.

Najskorije procene održivosti i prilagođavanja tekućeg bilansa SAD ukazuju na neophodnost značajne depresijacije dolara u budućnosti, bez obzira da li se prilagođavanje dalje nastavi putem restrukturiranja svetske potrošnje ili kroz efekte vrednovanja. Naši rezultati ukazuju da takva depresijacija neće biti jeftina, i može imati duboke posledice po međunarodni monetarni sistem. One uključuju gubitak ogromne privilegije SAD da lako finansira velike budžetske i platnobilansne deficite. Politički uticaj koji američki donosioci odluka imaju u međunarodnim okvirima, uključujući i međunarodne institucije, mogao bi biti redukovano.

Ako evro pretekne dolar u narednih nekoliko decenija, to bi najverovatnije bio jedinstven slučaj u ovom veku. Funti se to dogodilo u prošlom, i ko može da tvrdi da se dolaru to neće dogoditi u ovom veku?

## **Bibliografija**

- Aliber, Robert (1966), *The Future of the Dollar as an International Currency*. New York: Praeger.
- Alogoskoufis, George, and Richard Portes (1992), 'European Monetary Union and International Currencies in a Tripolar World', in Matthew Canzone-ri, Vittorio Grilli and Paul Masson (eds), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U.S.* Cambridge: Cambridge University Press, 273–302.
- Alquist, Ron, and Menzie Chinn (2002), 'The Euro and the Productivity Puzzle: An Alternative Interpretation', NBER Working Paper No. 8824, March.
- Bank for International Settlements (2005), *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004*, March.
- Bank for International Settlements (2007), *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007, UK Data – Results Summary*, December.

- Bergsten, C. Fred (1975), *The Dilemmas of the Dollar*. New York: New York University Press.
- Black, Stanley (1989), 'Transactions Costs and Vehicle Currencies', *Journal of International Money and Finance*, 10(4), 512–26.
- Boughton, James (2001), 'Northwest of Suez: The 1956 Crisis and the IMF', *IMF Staff Papers*, 48(3), 425.
- Chinn, Menzie, and Jeffrey Frankel (2007), 'Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?', NBER Working Paper No. 11508, 2005, in Richard Clarida (ed.) (2007), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Chicago: University of Chicago Press, 285–323.
- Detken, Carsten, and Philippe Hartmann (2000), 'The Euro and International Capital Markets', Working Paper No. 19, European Central Bank, in *International Finance*, 3(1), 53–94.
- Detken, Carsten, and Philippe Hartmann (2002), 'Features of the Euro's Role in International Financial Markets', *Economic Policy*, 35, 555–97.
- Dooley, Michael, J. Saul Lizondo and Donald Mathieson (1989), 'The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves', *IMF Staff Papers*, 36(2), 385–434.
- Eichengreen, Barry (1992), *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919–39*. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry (2005), 'Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition', NBER Working Paper No. 11336, May.
- Eichengreen, Barry, and Jeffrey Frankel (1996), 'The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System', in Michael Mussa, James Boughton and Peter Isard (eds), *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*. Washington, DC: International Monetary Fund, 337–78.
- Eichengreen, Barry, and Donald Mathieson (2000), 'The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect', IMF Working Paper No. wp/00/131, Washington, DC, Revised version, in Charles Wyplosz (ed.), *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*. Oxford: Oxford University Press, 269–93.
- European Central Bank (2003), *Review of the International Role of the Euro*. Frankfurt: European Central Bank, December.
- Frankel, Jeffrey (1992), 'On the Dollar', in Peter Newman, Murray Milgate and John Eatwell (eds), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. London: Macmillan Press Reference Books.
- Frankel, Jeffrey (1995), 'Still the Lingua Franca: The Exaggerated Death of the Dollar', *Foreign Affairs*, 74(4), 9–16.

- Galati, Gabriele, and Philip Woodridge (2006), 'The Euro as a Reserve Currency: A Challenge to the Pre-Eminence of the US Dollar', BIS Working Paper No. 218, October.
- Gaspar, Vitor, and Philipp Hartmann (2005), 'The Euro and Money Markets: Lessons for European Financial Integration', in Adam Posen (ed), *The Euro at Five: Ready for a Global Role?* Washington, DC: Institute for International Economics, 87–98.
- Goldberg, Linda, and Cedric Tille (2006), 'Vehicle Currency Use in International Trade', Federal Reserve Bank of New York, March.
- Hale, David (1995), 'A Yen for Change: Why the Yen as a Reserve Currency is Not Far-Fetched', *The International Economy*, May/June.
- Hartmann, Philipp (1998), 'The Currency Denomination of World Trade after European Monetary Union', *Journal of the Japanese and International Economies*, 12, 424–54.
- International Monetary Fund (2003), 'Revised IMF Annual Report, Data on Official Foreign Exchange Reserves', Press Release No. 03/196, Washington, DC.
- Kenen, Peter (1983), 'The Role of the Dollar as an International Currency', Occasional Paper No. 13, Group of Thirty, New York.
- Kindleberger, Charles P. (1981), *International Money*. London: George Allen & Unwin.
- Kindleberger, Charles P. (1995), 'Dollar Darkness', *The International Economy*, May/June.
- Krugman, Paul (1984), 'The International Role of the Dollar: Theory and Prospect', in John Bilson and Richard Marston (eds), *Exchange Rate Theory and Practice*. Chicago: University of Chicago Press, 261–78.
- Kunz, Diane (1995), 'The Fall of the Dollar Order: The World the United States is Losing', *Foreign Affairs*, 74(4), 22–5.
- Lindert, Peter (1969), 'Key Currencies and Gold: 1900–1913', *Princeton Studies in International Finance* No. 24, August.
- Matsuyama, Kiminori, Nobuhiro Kiyotaki and Akihiko Matsui (1993), 'Toward a Theory of International Currency', *Review of Economic Studies*, 60, 283–307.
- McKinnon, Ronald (1969), 'Private and Official International Money: The Case for the Dollar', *Essays in International Finance* No. 74, Princeton University, April.
- McKinnon, Ronald (1979), *Money in International Exchange*. New York: Oxford University Press.
- Nurkse, Ragnar (1944), *International Currency Experience*. Geneva: League of Nations.
- Portes, Richard, and He'le'ne Rey (1998), 'The Emergence of the Euro as an International Currency', NBER Working Paper No. 6424, February.

- Rey, Helene (2001), 'International Trade and Currency Exchange', *Review of Economic Studies*, 68(2), 443–64.
- Rey, Helene (2005), 'The Impact of a Five Year Old Euro on Financial Markets', in Adam Posen (ed.), *The Euro at Five: Ready for a Global Role?* Washington, DC: Institute for International Economics, 111–16.
- Swoboda, Alexander (1969), 'Vehicle Currencies in the Foreign Exchange Market: The Case of the Dollar', in R. Aliber (ed.), *The International Market for Foreign Exchange*. New York: Praeger, 30–40.
- Tavlas, George (1993), 'The Deutsche Mark as an International Currency', in Dilip Das (ed.), *International Finance: Contemporary Issues*. London: Routledge, 566–79.
- Tavlas, George, and Yuzuru Ozeki (1991). 'The Japanese Yen as an International Currency', IMF Working Paper No. 91/2, January.
- Tavlas, George, and Yuzuru Ozeki (1992), 'The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen', IMF Occasional Paper No. 90.

### **Prilog o promenljivama i izvorima podataka**

Udeo valuta je proporcionalni deo deviznih rezervi u određenoj valuti. BDP udeo je udeo u svetskom dohotku (mereno po tržišnim kursovima); inflacija je razlika između petogodišnjeg pokretnog proseka inflacije merene indeksom potrošačkih cena i inflacije razvijenih zemalja; prinos je kolebljivost valute po efektivnoj osnovi (na mesečnom nivou); izražen kao petogodišnji pokretni prosek; Udeo deviznog obrta je odnos dnevnog obrta i ukupnog obrta u pet najvećih finansijskih centara.

1. Devizne rezerve: zvanični bilansi rezervi centralnih banaka na kraju svake godine. Vremenska serija koju koristimo predstavlja kombinaciju ažuriranih podataka iz 2003. koji se odnose na period nakon 1980. godine (koje smo dobili 1 jula 2004.) i starijih, neobjavljenih podataka za period od 1965. do 2001. godine. Nedostajući podaci dobijaju vrednost 0, osim za valute prethodnice evra. Zatim, vremenska serija za dolar bazirana je na MMF COFER podacima počev od kraja 2004, dok se serija za evro oslanja na COFER podatke počev od 1999. godine. Sedamdeset posto neodređenih rezervi kategorizovano je u dolarima, dvadeset pet u evrima. Podaci za 2007. odnose se na treći kvartal iste godine. Kod logističke transformacije, opservacije sa vrednošću 0 dobijaju vrednost 0.000001 (0.0001%). Izvori: Godišnji izveštaji MMF-a, Tabela I.2, neobjavljeni podaci MMF-a, i COFER podaci (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves), verzija od 28. decembra 2007. <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

2. Udeo BDP-a u svetskom dohotku: udeo BDP-a u dolarima (koverzija putem zvaničnog kursa) u ukupnom svetskom BDP-u. Izvori: MMF, International Financial Statistics, i MMF, World Economic Outlook.
3. Inflacija: logaritmovana razlika mesečne inflacije, merene indeksom potrošačkih cena (CPI). Petogodišnji prosek centriran. Izvor: MMF, International Financial Statistics; inflacija za evrozonu od 1980. do 1998. zasniava se na podacima Evropske centralne banke predstavljenim u Alquist i Chinn (2002). Izvor za inflaciju razvijenih zemalja je MMF, International Financial Statistics.
4. Kolebljivost valuta: izražena kao standardna devijacija deviznog kursa valute prema Specijalnim pravima vučenja (SDR); serija je prethodno transformisana diferencijacijom i logaritmom. Izvor: MMF, International Financial Statistics.
5. Devizni obrt: BIS trogodišnji izveštaji (Triennial Surveys) iz 1989, 1992, 1995, 1998, 2001, 2004 i 2007. godine. Dnevni obrt u milijardama dolara, u aprilu. Podaci za period 1977. do 1988. iz G-30 anketa, FED Njujork (NY FED Surveys). Opservacije između godina kreirane log-linearom interpolacijom. Za period od 1973. do 1979, interpolacija zasnovana na podacima za period 1977. do 1979. godine.

***Preveo: Mr Marko Klašnja***