

ULOGA AMERIČKOG DOLARA U MEĐUNARODNOJ TRGOVINI – SAVREMENI IZAZOVI

THE U.S. DOLLAR'S ROLE IN INTERNATIONAL TRADE – CURRENT CHALLENGES

Radovan Kovačević*

Apstrakt: Dolar je još uvek dominantna valuta u fakturisanju međunarodne trgovine (oko 40% svetske robne trgovine), uprkos znatno manjem učešću SAD u svetskoj trgovini. Iza njega znatno zaostaju evro i kineski renminbi. Mada je udeo dolara delimično opao nakon uvođenja evra, ove dve valute, u okviru globalnih lanaca proizvodnje, imaju ključnu ulogu. Poslednjih godina se uočava porast uloge kineskog renminbija u fakturisanju trgovine Kine i njenih azijskih partnera, na štetu dolara. Porast značaja renminbija u skladu je sa procesom internacionalizacije kineske valute, koju zdušno podržava Narodna banka Kine. Tradicionalno snažnu poziciju ima dolar u fakturisanju energenata, ali je ona počela postepeno da slabi pošto je Rusija uvela obavezu plaćanja prirodnog gasa i nafte u rubljama. Mada ovaj potez treba sagledavati u kontekstu geostateških pomeranja u svetu, nesumnjivo je da on doprinosi smanjivanju globalne zastupljenosti dolara u fakturisanju međunarodne trgovine. Oživljavanje protekcionizma u svetskoj trgovini, pre svega između SAD i Kine, utiče na buduće pozicioniranje dolara u međunarodnoj trgovini. Usporavanje procesa globalizacije svetske privrede, kao i otvaranje procesa regionalizacije proizvodnih lanaca, može dodatno uticati na smanjivanje uloge dolara u svetskoj trgovini. Ovakav razvoj događaja se povezuje sa mogućim reformama međunarodnog monetarnog sistema, pri čemu bi dolar delio ulogu svetske rezervne valute sa evrom i kineskim renminbijem. Dodatnu neizvesnost za dolar nosi pojava digitalnih valuta, jer se one koriste i za međunarodna plaćanja.

KLJUČNE REČI: DOLAR, EVRO, KINESKI RENMINBI, VALUTA FAKTURISANJA TRGOVINE

JEL KLASIFIKACIJA: F31, F33, F36, E42

Abstract: The dollar is still the dominant currency in international trade invoicing (about 40% of world merchandise trade), despite the much smaller participation of the US in world trade. The euro and the Chinese renminbi are far behind. Although the share of the dollar has partially declined after the introduction of the euro, these two currencies play a key role in global production chains. Recent years have seen an increase in the role of the Chinese renminbi in invoicing the trade of China and its Asian partners, to the detriment of the dollar. The rise in importance of the renminbi is in line with the process of internationalization of the Chinese currency, which is wholeheartedly supported by the People's Bank of China. Traditionally, the US dollar has a strong position in the invoicing of energy products, but it began to gradually weaken after Russia introduced the obligation to pay in rubles for natural gas and oil. Although this move should be seen in the context of geopolitical shifts in the world, there is no doubt that it contributes to the reduction of the global share of the dollar in invoicing world trade. The revival of protectionism in world trade, primarily between the US and China, affects the future share of the dollar in international trade. The slowing down in the process of globalization of the world economy, as well as the opening of the process of regionalization of production chains, can additionally affect the

* Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet. E-mail: radovan.kovacevic@ekof.bg.ac.rs

reduction the role of the dollar in world trade. This development is linked to possible reforms of the international monetary system, whereby the dollar would share the role of world reserve currency with the euro and the Chinese renminbi. Additional uncertainty for the dollar comes from

the emergence of digital currencies, as they are also used for international payments.

Keywords: *Dollar, euro, Chinese renminbi, currency invoice of trade*

UVOD

Veličina i ekonomska moć privrede SAD, kao i njena otvorenost za trgovinu i tokove kapitala, osigurali su dominantnu ulogu SAD dolara u svetskoj privredi u periodu posle Drugog svetskog rata. Bretonvudski sistem je počivao na dolaru kao ključnoj svetskoj rezervnoj valuti. Dolar je sve do 1971. godine bio razmenljiv za zlato. Posle raspada Bretonvudskog sistema, dolar ja nastavio da igra ulogu ključne svetske rezervne valute (Eichengreen and Flandreau, 2008). Deficiti tekućeg računa kao i fiskalni deficiti SAD su finansirani emisijom državnih hartija od vrednosti (HoV) denominovanim u dolarima. Velika ponuda pouzdanih HoV denominovanih u dolarima omogućila je da se u SAD formira duboko i izuzetno likvidno finansijsko tržište. Stoga je razumljiv interes centralnih banaka u svetu da svoje devizne rezerve uglavnom drže u pouzdanim i visoko likvidnim američkim državnim HoV, uprkos njihovim nižim prinosisima. Ovaj proces je podržavao vodeću ulogu SAD dolara u fakturisanju svetske trgovine. Za zemlje sa deficitom tekućeg računa bilo je značajno da poseduju dovoljan iznos dolara ne samo za normalna plaćanja prema inostranstvu, već i za intervencije na deviznom tržištu. Ispoljene tendencije su uticale na to da je udeo dolara u svetskoj trgovini znatno prevazišao udeo SAD u svetskoj trgovini. Danas se u svetu odvijaju procesi regionalizacije proizvodnih lanaca, uz pojačane rizike upliva politike u međunarodna plaćanja. To doprinosi tendenciji smanjivanja udela dolara u fakturisanju svetske trgovine.

DOLAR KAO VALUTA FAKTURISANJA MEĐUNARODNE TRGOVINE

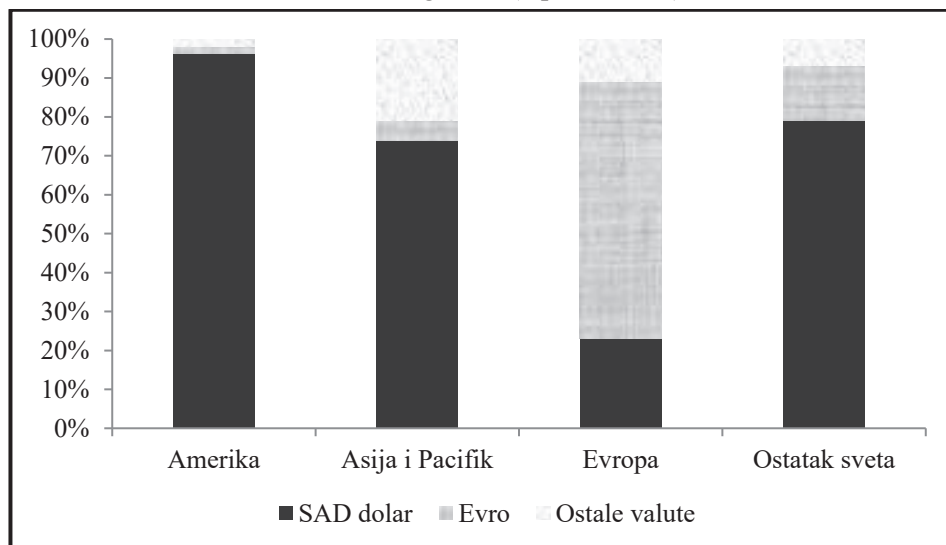
Američki dolar je najviše korišćena valuta za fakturisanje svetske trgovine (grafikon 1). Prema grafikonu 1. koji pokriva period od 1999. do 2019. uočava se da je dolar najčešće korišćena valuta u fakturisanju međunarodne trgovine. On je činio 96% ukupno fakturisanje trgovine u Americi i 79% u ostatku sveta. Izuzetak je Evropa, gde je evro dominantna valuta fakturisanja izvoza. Mada je udeo SAD i evrozone u globalnoj trgovini opadao, udeo dolara i evra u fakturisanju svetske trgovine je rastao.¹

S obzirom da udeo dolara u fakturisanju međunarodne trgovine znatno nadilazi udeo SAD u svetskoj trgovini (oko 10%), to praktično znači da je dolar preuzeo ulogu tzv. „noseće valute“ (eng. vehicle currency) za dobar deo svetske trgovine. Izvozne cene brojnih zemalja su iskazane u dolarima, čak i kad se trgovina ne odvija sa SAD.² Međutim, udeo evra u fakturisanju robnog izvoza evrozone izvan evrozone je opao u 2020. i 2021. u poređenju sa 2019. godinom (grafikon 2). Učešće evra u uvozu evro zone izvan te oblasti ostalo je

¹ Boz et al. (2020), p. 4.

² Gopinath et al. (2020), p. 67.

Grafikon 1. Udeo valuta u fakturisanju izvoza po regionima u periodu 1999-2019. godine (u procentima)

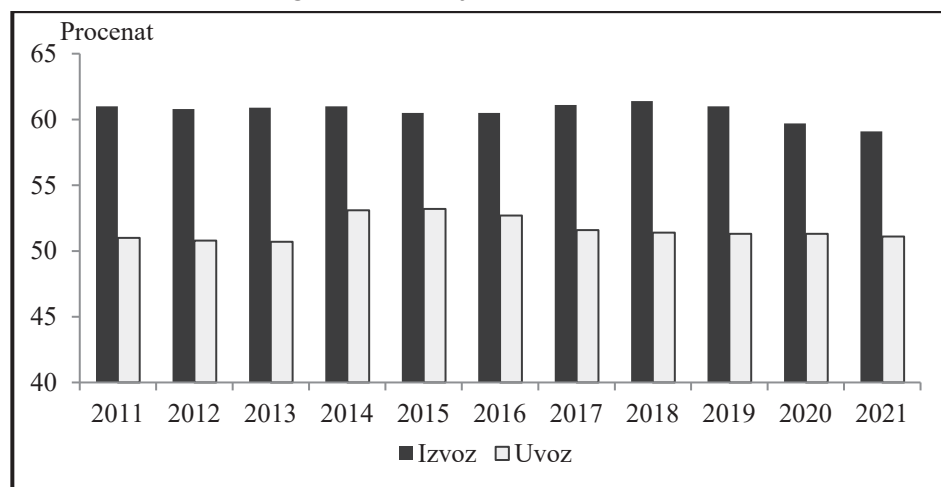


Napomena: Prosečna godišnja valutna struktura fakturisanja izvoza. Regioni su prema definiciji Međunarodnog monetarnog fonda (MMF).

Primarni izvor: IMF Direction of Trade; Central Bank of the Republic of China; Boz et al. (2020); Board staff calculations.

Sekundarni izvor: Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-accessible-20211006.htm#fig2> (Pristupljeno 06.07.2022).

Grafikon 2. Udeo evra kao valute fakturisanja robnog izvoza i uvoza evro zone u trgovini sa zemljama izvan evro zone



Izvor: European Central Bank, *The international role of the euro*, 2022. Table A8, Statistical annex.

nepromenjeno u poređenju sa 2019 – 51%.³ Korišćenje dolara kao valute fakturisanja međunarodne trgovine ima odgovarajuće makroekonomske implikacije. Pre svega je važan efekat prenošenja kretanja deviznog kursa dolara na inflaciju i privredni rast, odnosno na konkurentnost zemalja koje ga koriste kao valutu fakturisanja trgovine.

Neke evropske zemlje pokazuju zaokret u pravcu korišćenja evra kao valute fakturisanja podstaknute članstvom u evro zoni ili Evropskoj uniji. Osim toga, uključivanje u prekogranične lance stvaranja vrednosti podupire veću upotrebu evra u fakturisanju trgovine. Dakle, evro se koristi kao noseća valuta u Evropi i nekim afričkim zemljama, što ukazuje na regionalni značaj evra. Na izbor valute fakturisanja utiče i veličina zemlje.⁴

Empirijska istraživanja pokazuju da zemlje koje koriste dolar (evro) u fakturisanju trgovine imaju veći stepen prenosa fluktuacija deviznog kursa ovih valuta na njihove uvozne cene, kao i da je obim (volumeni) njihove trgovine osetljiv na fluktuacije ovih kurseva.⁵

Dominacija dolara je prilično izražena u fakturisanju trgovine azijskih zemalja, jer je ova valuta značajno zastupljena u njihovoj međusobnoj trgovini. To je uglavnom posledica odsustva zajedničke regionalne valute poput evra. Stabilnost dolara u dugom vremenskom periodu, kao i likvidnost i niski transakcioni troškovi su doprinisili njegovoj popularnosti kao valute fakturisanja trgovine u Aziji. Međutim, novije finansijske krize su pokazale da prevelika zavisnost od američkog dolara nosi rizike, jer iznenadni pad dolarske likvidnosti može pogoditi azijske zemlje, nezavisno od njihovog kredibiliteta. Stoga ove zemlje preduzimaju ubrzane korake u jačanju uloge njihovih valuta, jer se time značajno smanjuju rizici prevelikog oslanjanja na američki dolar.

Veliki iznos međunarodnih plaćanja zemalja jugoistočne Azija odvija se posredstvom Clearing House Interbank Payment System (CHIPS) sa sedištem u Njujorku, kao i kroz sistem automatizovanog transfera klirinške kuće (Clearing House Automated Transfer System - CHATS) u Hong Kongu. Zbog toga se intra-regionalna prekogranična plaćanja u dolarima u jugoistočnoj Aziji često odvijaju posredstvom korespondentskih računa koje imaju manje banke kod većih banaka koje su članice CHIPS-a ili CHATS-a.⁶ Ovo posredovanje podrazumeva dodatne trškove. Osim toga, za kompanije koje mogu potpasti pod udar sankcija SAD ovaj mehanizam plaćanja nosi veliki rizik da budu kažnjene ili čak isključene iz pristupa dolarima. To su razlozi zbog kojih se registruje smanjivanje uloge američkog dolara, kako u fakturisanju trgovine azijskih zemalja tako i u njihovim međunarodnim plaćanjima, mada je dolar i dalje ključna valuta u obe spomenute uloge.

Neki autori smatraju da veliki iznos trgovine fakturisan u dolarima predstavlja razlog zbog koga dolarske aktive imaju relativno predvidivu kupovnu moć.⁷ To pojačava tražnju za pouzdanim dolarskim depozitima, smanjuje troškove zaduživanja i povećava atraktivnost dolara. S obzirom da fakturisanje u dolarima smanjuje potencijalne rizike zaduživanja u toj valuti, to izvoznike izvan SAD podstiče da izvoz fakturišu u dolarima. Na taj način se prepliću

3 European Central Bank (June 2022), p. 29.

4 Mukhin (2018), p.13.

5 Boz et al. (2020), p. 29.

6 Eichengreen et al. (2022), p. 19.

7 Gopinath and Stein (2018), p. 783.

uloga dolara kao valute fakturisanja i njegov značaj u globalnom bankarstvu i finansijama. Međutim, na duži rok, dolar bi mogao da izgubi na značaju u svetu ako se produbi raskorak između privrede SAD i privrede ostalih zemalja.⁸ Drugim rečima, Gopinath and Stein (2018) smatraju, prema rezultatima njihovog modela, da ova promena može biti spora, ali kada do nje dođe, ona može doneti značajan pad međunarodne pozicije dolara. Inercija koja postoji u korišćenju dolara kao valute fakturisanja trgovine i valute deviznih rezervi može doprineti odlaganju značajnih pomeranja valutne strukture deviznih rezervi u bliskoj budućnosti. Zemlje koje poseduju suficite tekućeg računa su zainteresovane da svoju štednju plasiraju u pouzdane instrumente, gde dolar ima nesumnjive prednosti u odnosu na druge valute.

Veličina američkog tržišta podstiče izvoznike koji nisu iz SAD da fakturišu izvoz u dolarima kako bi bolje uskladili svoje cene sa cenama lokalnih konkurenata u SAD, što dovodi do određivanja cena u lokalnoj valuti za američke uvoznike. Ovo stabilizuje dolarske cene intermedijarnih inputa za američke proizvođače, podstiče ih da fakturišu svoj izvoz u dolarima, što dovodi do „cene u valuti proizvođača” za američki izvoz. Na ovaj način se povećava udeo inputa fakturisanih u dolarima za proizvođače van SAD, što ih dalje stimuliše da takođe fakturišu u dolarima, čak i za izvoz u zemlje osim SAD. Sem toga, stabilnost deviznog kursa dolara doprinosi da fakturisanje u dolarima omogući izvoznicima koji nisu iz SAD da bolje usklade svoje globalne izvozne cene sa cenama konkurenata izvan SAD.⁹ Ova sekvenca događaja u velikoj meri objašnjava zbog čega je dolar dominantna valuta fakturisanja svetske trgovine. Ako se robne transakcije fakturišu u dolarima, onda će nivo nominalne volatilnosti deviznog kursa dolara značiti samo manji raspon njegove realne volatilnosti, što će povećati potražnju za imovinom denominovanom u dolarima. To takođe pojačava tražnju za dolarima.

Međutim, jak dolar može da uspori rast svetske trgovine, upravo zbog toga što je dominantna valuta fakturisanja trgovine. Rast dolara ujedno znači da druge valute slabe u odnosu na dolar, što može umanjiti kupovnu moć drugih zemalja. To posebno pogađa zemlje u razvoju sa spoljnim dugom u dolarima, jer se uvećava teret servisiranja spoljnog duga. Sličan efekat se javlja i za zemlje koje su uključene u povezane lance isporuka i kupovina. Nabavka sirovina koje su fakturisane u dolarima postaje skuplja kad dolar jača, što povećava pritiske na zemlje sa tržištem u nastajanju, jer one obično uvoz sirovina plaćaju američkim dolarima. Apresijacija dolara izazvana povećanjem kamatnih stopa u SAD dovodi do većeg smanjivanja bilateralne trgovine između drugih zemalja nego što je pad trgovine posredstvom globalnih lanaca stvaranja vrednosti, koji zadovoljavaju tražnju SAD.¹⁰ Ako su uvezeni inputi u okviru globalnih lanaca stvaranja vrednosti fakturisani u dolarima, ovo navodi kompaniju da takođe koristi dolar za fakturisanje svog izvoza, u cilju stabilizovanja svojih profitnih marži.

Proces dedolarizacije u Rusiji i Kini doveo je do rastućih tenzija sa SAD. Udeo američkog dolara u obračunu bilateralne trgovine između Rusije i Kine opao je sa skoro 90% u 2015. na 46% u 2020. godini.¹¹ Osim toga, Kina i Rusija su pokrenule sopstvene modele prekograničnog plaćanja, kao alternativa SWIFT-u, u kome dominira dolar. Pored toga,

8 Gopinath and Stein (2018), p. 790.

9 Georgiadis et al. (2021), p. 7.

10 Cook and Patel (2022), p. 32.

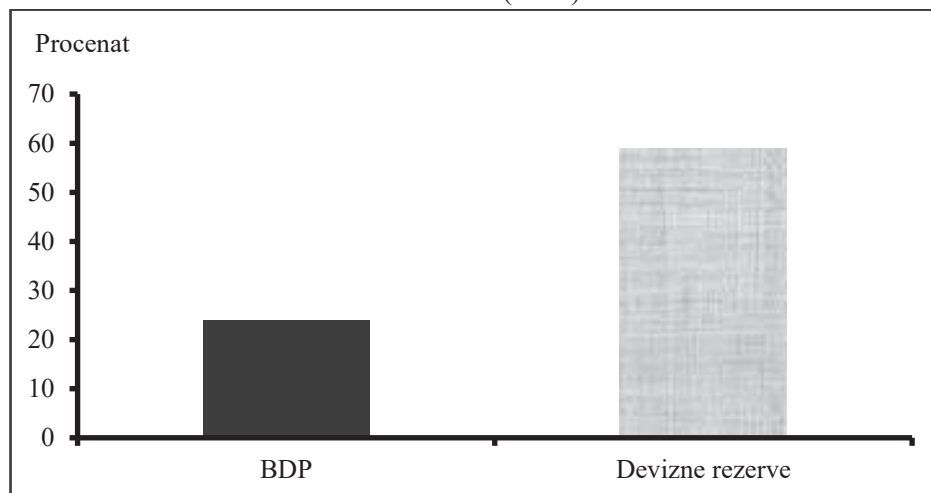
11 Simes (2020).

BRICS zemlje kao grupacija razmatraju sopstvene modele međusobnih plaćanja sa idejom da ostvare dedolarizaciju. Međutim, devizne rezerve ovih zemalja preovlađujuće su denominovne u dolarima, tako da ne treba očekivati njihov agresivan pristup zameni dolara, jer bi to moglo dovesti do njegovog slabljenja sa pratećim posledicama za vrednost deviznih rezervi. Ipak, dolar je još uvek dominantna valuta fakturisanja u trgovini naftom. Vodeći indikatori svetske cene nafte se iskazuju u dolarima (West Texas Intermediate (WTI) i Brent). Izazov hegemoniji dolara u ovoj ulozi je korišćenje nedolarskih valuta za fakturisanje nafte. Kina kao vodeći svetski uvoznik energenata i Rusija kao najveći svetski izvoznik energenata koordinirano deluju unutar BRICS-a u promovisanju naftnih fjučersa u juanima. Ove aktivnosti bi mogle da potkopaju vodeću ulogu dolara na tržištu nafte. Rastuća zainteresovanost tržišta za ove fjučerse (raste obim trgovine) pokazuje da postoji interes za dedolarizaciju svetske trgovine naftom. Internacionalizacija kineskog juana napreduje i bez konvertibilnosti kineskog računa kapitala, jer Narodna banka Kine povećava obim valutnih svopova juana i drugih konvertibilnih valuta.¹²

DOLAR U MEĐUNARODNIM FINANSIJAMA

Da bi se osigurala kontinuirana plaćanja prema inostranstvu, zemlje formiraju devizne rezerve. Osim toga, one su značajne za intervencije na deviznom tržištu, kako bi se sprečile preterane oscilacije deviznog kursa. Stoga ne iznenađuje što dominacija dolara u fakturisanju trgovine povlači za sobom i dominantan udeo dolara u globalnim deviznim rezervama (grafikon 3).

Grafikon 3. Udeo SAD u svetskom BDP-u i udeo dolara u međunarodnim rezervama (2021)



Napomena: Udeo SAD u nominalnom svetskom BDP-u 2021. u poređenju sa udelom dolara u objavljenim globalnim deviznim rezervama u 2021-četvrti kvartal. Po tekućim kursovima.

Izvor: IMF COFER (<https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>; Data for FX reserves); IMF World Economic Outlook database (<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April/download-entire-database>; Podaci za BDP). Pristupljeno 14.08.2022. godine.

¹² Eichengreen et al. (2022), p. 16.

Bretovudski sistem je nametnuo dolar kao interventnu valutu, iz čega je nastala njegova dominacija kao svetske rezervne valute. Posle ukidanja bretonvudskog sistema, prešlo se na fluktuirajuće devizne kurseve, ali je dolar do danas zadržao ključnu ulogu u međunarodnoj trgovini i finasijama. Mada se u literaturi često ukazivalo na „neodmerene privilegije” koje stiču SAD po osnovi dolara kao svetske rezervne valute, praktično nije postojao jednako kredibilan konkurent koji bi zamenio dolar u međunarodnim transakcijama. U odsustvu ravnopravog rivala, u praksi se nastavljalo po starom, odnosno dolar je i dalje zadržao dominantnu ulogu u međunarodnoj trgovini i prekograničnim finansijskim tokovima.

Korišćenje dolara kao valute očuvanja vrednosti meri se udelom u globalno alociranim deviznim rezervama. To je ujedno i mera poverenja u ovu valutu. Kao što se može videti u grafikonu 3, 59% globalno alociranih deviznih rezervi u 2021. odnosilo se na dolar. Mada je ovaj udeo opao sa 71% u 2000. godini, on još uvek znači dominaciju dolara. Pad udela je posledica aktivne diverzifikacije portfelja od strane menadžera rezervi centralnih banaka. Naime, kad raspoloživi iznos deviznih rezervi pređe ocenjen optimalni nivo za datu zemlju, menadžeri rezervi počinju da raspoređuju ukupne devizne rezerve na dva dela: jedan deo, koji predstavlja njihov optimalni nivo, tzv. „tranša likvidnosti”, koji se po pravilu drži u likvidnoj niskorizičnoj aktivi, i drugi deo koji predstavlja „investicionu tranšu”, koji se može uložiti i u rizičnije instrumente sa ciljem sticanja većih prinosa. Dakle, pad udela dolara nije posledica naglog jačanja neke druge valute, već se više njih javlja u portfelju deviznih rezervi da nadomesti relativni pad dolara. Uprkos tendenciji pada udela, dolar je i dalje dominantna rezervna valuta.

Mnoge zemlje koriste dolar kao sidro (eng. anchor currency). Prema Illzetzki, Reinhart, and Rogoff (2019),¹³ korišćenje dolara kao valute sidra poraslo je tokom poslednje dve decenije. Prema nalazima ovog istraživanja, 50% svetskog BDP u 2015. proizvele se zemlje čija valuta je vezana za dolar, ne uzimajući u obzir SAD. Nasuprot tome, udeo svetskog BDP koji su proizvele zemlje čija je valuta vezana za evro bio je samo 5% (ne računajući evro zonu). Manje promene u odnosu na ove nalaze nastupile su zbog napuštanja dolarskog sidra za kineski juan i prelaska na sidro korpe valuta.

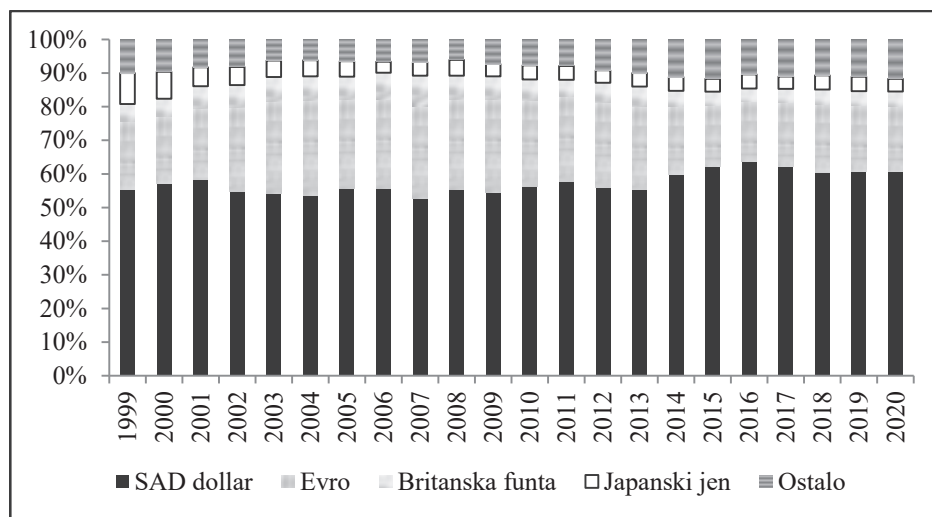
Delimično zbog svoje uloge kao valute fakturisanja međunarodne trgovine, dolar je dominantna valuta i u međunarodnom bankarstvu. Kao što se može videti u grafikonu 4., oko 60% deviznih potraživanja banaka (primarni depoziti) denominovano je u dolarima (slično je i na strani dugovanja). Ovaj udeo je relativno stabilan posle 2000. godine i znatno je veći od udela evra (oko 20%).

Globalna finansijska kriza iz 2008. godine kao i kriza izazvana pandemijom Kovid-19 su otvorile pitanje održavanja globalne dolarske likvidnosti. Da bi se sprečile neželjene posledice dolarske nelikvidnosti, Federalne rezerve su uvele dva programa za ublažavanje pritisaka dolarske nelikvidnosti. Kako bi osigurale da finansiranje u dolarima ostane dostupno tokom finansijske krize 2008-2009, Federalne rezerve su uvele privremene svop linije sa nekoliko stranih centralnih banaka, od kojih je jedan deo postao trajan 2013. godine. Tokom krize Kovid-19 u martu 2020., Federalne rezerve su povećale učestalost operacija za stalne svap linije i uvele privremene svop linije sa dodatnim partnerima. Federalne rezerve su takođe uvele repo olakšice dostupne stranim i međunarodnim monetarnim vlastima

13 Illzetzki, Reinhart, and Rogoff (2019), p. 621.

sa računima u Banci Federalnih rezervi Njujorka, program koji je postao trajan u 2021. godini. Ovi aranžmani su poboljšali položaj dolara kao dominantne globalne valute, jer su stranim partnerima obezbedili stabilne izvore finansiranja u dolarima¹⁴

Grafikon 4. Udeo deviznih potraživanja banaka prema vodećim valutama (u procentima)



Napomena: Valutni udeli prekograničnih potraživanja banaka. Isključuje međunarodna potraživanja unutar evrozone. Po tekućim deviznim kursovima. Godišnji podaci u periodu od 1999. do 2020. godine.

Primarni izvor: Statistika BIS-a.

Sekundarni izvor: Board of Governors of the Federal Reserve System. Raspoloživo na: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-accessible-20211006.htm#fig2> (Pristupljeno 10.08.2022).

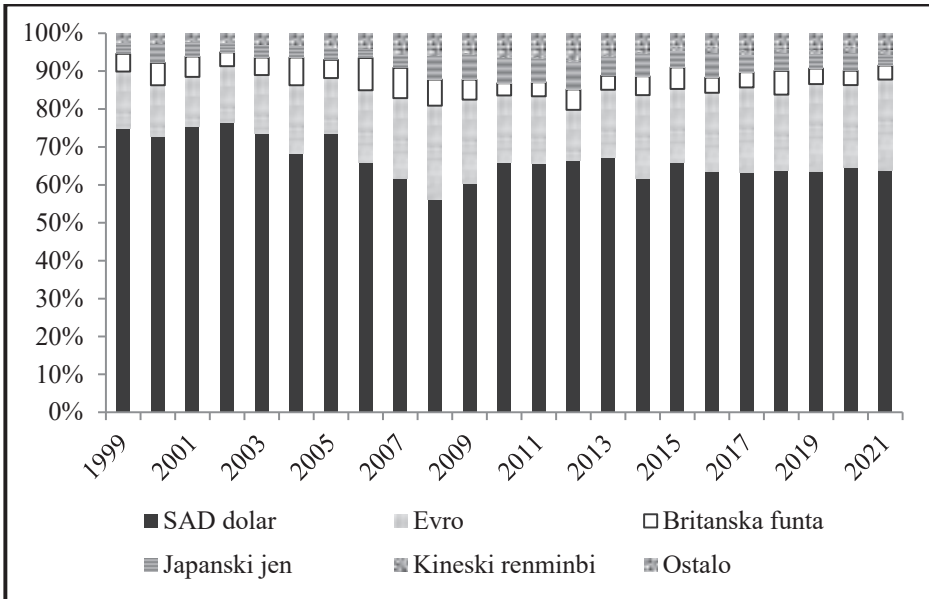
Dolar je dominantna valuta i u korporativnom spoljnom dugu. Udeo spoljnog duga denominovanog u dolarima zadržava se oko 60% posle 2000. godine. Evro zaostaje za dolarom i u ovoj ulozi, sa udelom od oko 23%. Duboko dolarsko finansijsko tržište pruža mogućnost kompanijama širom sveta da se zadužuju u ovoj valuti. Stabilnost dolara u ovoj ulozi potvrđuje grafikon 5.

Prethodni podaci ukazuju na stabilnu dominaciju dolara u svetskoj privredi u poslednjih dvadesetak godina. Da bi ilustrovali ovu stabilnost, Bertraut et al. (2021) su konstruisali agregatni indeks međunarodnog korišćenja valuta (grafikon 6).

Ovaj indeks je izračunat kao ponderisani prosek pet pokazatelja upotrebe valute za koje su bili dostupni podaci o vremenskim serijama: zvanične devizne rezerve, obim deviznih transakcija, neizmireni dužnički instrumenti u stranoj valuti, prekogranični depoziti i prekogranični krediti. Na osnovu grafikona 6. zapaža se da je nivo indeksa dolara ostao stabilan na vrednosti od oko 75 od globalne finansijske krize 2008. godine, daleko ispred

¹⁴ Bertaut et al. (2021), p. 8.

Grafikon 5. Valutna struktura emitovanog duga (u procentima)



Napomena: Dug u stranoj valuti je dug denominovan u stranoj valuti u odnosu na zemlju kompanije koja je emitovala dug (ne u odnosu na lokaciju emitovanja duga). Po tekućim deviznim kursovima. Godišnji podaci obuhvataju period od 1999. do 2021. 2021. je četvrti kvartal 2021. Kineski renminbi je 0 do 2008. godine.

Izvor: Bertaut et al., 2021. Raspoloživo na: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-20211006.htm> (Pristupljeno 14.08.2022).

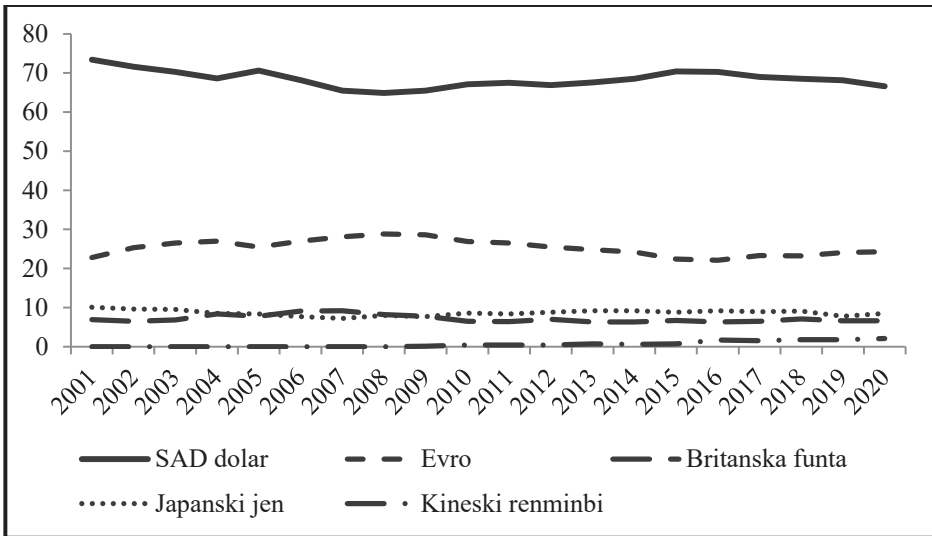
svih ostalih valuta. Evro ima sledeću najvišu vrednost sa oko 25, a njegova vrednost je takođe ostala prilično stabilna. Mada je međunarodna upotreba kineskog renminbija porasla u poslednjih 20 godina, ona je dostigla samo indeksni nivo od oko 3, ostajući čak i iza japanskog jena i britanske funte, koji su na oko 8 odnosno 7, respektivno.

Rastuća uloga kineskog juana u trgovinskim i finansijskim tokovima jugoistočne Azije povezana je sa brojnim finansijskim aranžmanima između Narodne banke Kine i centralnih banaka ovih zemalja. Azijske zemlje ocenjuju da ovi vidovi povezivanja mogu biti olakšavajuća okolnost u slučaju finansijskih kriza.

Prisustvo digitalnih valuta i tehnički napredak na području međunarodnih plaćanja sve češće nameću pitanje perspektive međunarodnog monetarnog sistema. S tim je u neraskidivoj vezi i pitanje budućnosti dolara kao dominantne valute fakturisanja međunarodne trgovine, i njegov status kao svetske rezervne valute. Centralne banke u svetu ubrzano testiraju potencijalne efekte uvođenja digitalnih valuta (eng. stablecoins), tako da se u bliskoj budućnosti može očekivati njihovo operativno uvođenje.¹⁵ Sem toga, geostateški procesi u svetu stavljaju u izgled regionalizaciju svetske trgovine, a time i regionalizaciju finansijskih tokova i tokova kapitala. Svež primer je korišćenje ruske rublje kao valute plaćanja za isporuke nafte i prirodnog gasa iz Rusije u Zapadnu Evropu. Takođe, raste

¹⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System (2022); BIS (2022); Aysan and Kayani (2022).

Grafikon 6. Indeks međunarodnog korišćenja valuta (u procentima)



Napomena: Indeks je ponderisani prosek udela svake valute u globalno objavljenim deviznim rezervama (25 procenata težine), obima deviznih transakcija (25 procenata), emisije duga u stranoj valuti (25 procenata), strane valute i potraživanja od međunarodnih banaka (12,5 procenata), i devizne i međunarodne bankarske obaveze (12,5 odsto).

Primarni izvor: IMF COFER; BIS Triennial Central Bank Survey of FX and OTC Derivatives Market; Statistika BIS-a; Proračuni Odbora.

Sekundarni izvor: Board of Governors of the Federal Reserve System. Raspoloživo na: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-accessible-20211006.htm#fig2> (Pristupljeno 12.08.2022).

uloga kineskog renminbija u fakturisanju trgovine, a proces njegove internacionalizacije se odvija i kroz međunarodna plaćanja. Svoj napredak u razvoju digitalnih valuta, Kina bi mogla da iskoristi za promovisanje internacionalizacije juana.¹⁶ BRIKS zemlje, u kojima je dolar dominantna valuta deviznih rezervi, već duže vreme nastoje da relativiziraju njegovu ulogu. To se odnosi kako na trgovinu, tako i na međunarodna plaćanja. Neće biti veliko iznenađenje ukoliko se kao rezultat ovih procesa smanji uloga dolara u fakturisanju međunarodne trgovine i prekograničnim plaćanjima.

ZAKLJUČAK

Nalazi u radu pokazuju da je dolar i dalje ključna valuta u kojoj se iskazuju izvozne cene i vrše plaćanja po osnovu trgovine u svetu. Ova uloga izgrađena u posleratnom periodu omogućila je dolaru poziciju svetske rezervne valute, bez ozbiljnije konkurencije drugih valuta. Danas, kad se u svetu odvijaju procesi regionalizacije proizvodnih lanaca, nameće se utisak da je otvoren proces deglobalizacije svetske privrede sa dolarom kao dominantnom svetskom valutom. Rastuća uloga kineskog izvoza u svetskom izvozu praćena je aktivnostima koje podstiču internacionalizaciju kineskog renminbija. Stoga raste uloga

¹⁶ Brunnermeier, James, and Landau (2022), p. 194.

ove valute u fakturisanju kineske trgovine, posebno sa azijskim zemljama, mada je dolar i dalje dominantna valuta u ovom regionu. Nametanje ruske rublje kao valute plaćanja za izvoz prirodnog gasa i nafte iz Rusije u Zapadnu Evropu, takođe doprinosi manjoj upotrebi dolara za ove transakcije. BRIKS zemlje, kao najveći holderi deviznih rezervi u svetu, ističu nameru da pojačaju valutnu diverzifikaciju deviznih rezervi, uz smanjivanje sadašnjeg udela dolara. Uvođenje brojnih digitalnih valuta i smanjivanje troškova međunarodnih plaćanja i transfera kapitala, podstakli su centralne banke u svetu da testiraju uvođenje svojih (stabilnih) digitalnih valuta. Time bi se izbegla nekontrolisana decentralizacija finansija u okruženju brojnih kriptovaluta. Sem dodatnog izvora likvidnosti, stabilne digitalne valute centralnih banaka će značajno uticati na promenu valutnog pejzaža međunarodnih plaćanja. Tehničke prednosti digitalizacije su praćene smanjivanjem troškova transfera, tako da se može očekivati da digitalne valute umanje sadašnju ulogu dolara u svetskoj trgovini i međunarodnim plaćanjima.

LITERATURA

- Aysan, A.F., Kayani, F.N. (2022), „China’s transition to a digital currency does it threaten dollarization”, *Asia and the Global Economy*, 2(1):1-6.
- Bertaut, C., von Beschwitz, B., and Curcuro, S. (2021), „The International Role of the U.S. Dollar”, FED Notes, October 06, 2021. Raspoloživo na: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-20211006.htm>
- BIS (2022), *Annual Economic Report: June 2022*, Bank for International Settlements, Basle.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2022), *Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Boz, E., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Mezo, H.L., Mehl, A., and Nguyen, T. (2020), „Patterns in Invoicing Currency in Global Trade”, International Monetary Fund, Washington, Working paper WP/20/126.
- Brunnermeier, K.M., James, H., and Landau, J-P. (2022), „Sanctions and the international monetary system”, in L. Garicano, D. Rohner, and B.W. di Mauro (Eds.) (2006), *Global Economic Consequences of the War in Ukraine: Sanctions, Supply Chains and Sustainability*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Cook, D., and Patel, N. (2022), „Dollar Invoicing, Global Value Chains, and the Business Cycle Dynamics of International Trade”, International Monetary Fund, Washington, Working Paper WP/22/28.
- Eichengreen, B. and Flandreau, M. (2008), „The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency?”, National Bureau of Economic Research, Massachusetts, M.A. Working Papers No. 14154.
- Eichengreen, B., Macaire, C., Mehl, A., Monnet, E., and Naef, A. (2022), „Is Capital Account Convertibility Required for the Renminbi to Acquire Reserve Currency Status?”, Banque de France, Paris, Working Paper WP 892.
- European Central Bank (2022), *The international role of the euro 2022*, European Central Bank, Frankfurt am Main, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202206-6f3ddeab26.en.pdf>

- Georgiadis, G., Le Mezo, H., Mehl, A., and Tille, C. (2021), „Fundamentals vs. policies: Can the US dollar’s dominance in global trade be dented?“, European Central Bank, Frankfurt am Main, Working Paper Series No. 2574.
- Gopinath, G. and Stein, C.J. (2018). „Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency“. Raspoloživo na: <https://scholar.harvard.edu/files/gopinath/files/dominant-currency.pdf>
- Gopinath, G., Casas, C., Diez, F., Gourinchas, P.O., Plagborg-Moller, M. (2020), „Dominant Currency Paradigm“, *American Economic Review* 110(3):677-719.
- Ilzetzki, E., Reinhart, M.C., and Rogoff, S. K. (2019), „Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?“, *Quarterly Journal of Economics* 134 (2): 599-646.
- Mukhin, D. (2018), „An equilibrium model of the International Price System“. In 2018 Meeting Papers (No. 89), Society for Economic Dynamics. Raspoloživo na: https://economicdynamics.org/meetpapers/2018/paper_89.pdf
- Simes, D. (2020, August 6). „China and Russia ditch dollar in move toward „financial alliance.“ Nikkei Asia. <https://asia.nikkei.com/Politics/International-relations/China-and-Russia-ditch-dollar-in-move-toward-financial-alliance>.