



NAUČNO DRUŠTVO EKONOMISTA SRBIJE
SERBIAN SCIENTIFIC SOCIETY OF ECONOMISTS
sa SRPSKOM AKADEMIJOM EKONOMSKIH NAUKA



UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

FINANSIJSKI SISTEM – TRENUTNO STANJE I IZAZOVI BUDUĆEG RAZVOJA

Redaktori

Prof. dr Milojko Arsić

Prof. dr Ivan Vujačić

Izdavač
Ekonomski fakultet u Beogradu
Kamenička 6, Beograd
Tel. 3021-240, faks 3021-065
<http://cid.ekof.bg.ac.rs>
mail: cid@ekof.bg.ac.rs

Dekan Ekonomskog fakulteta
Prof. dr Žaklina Stojanović

Dizajn korice
MaxNova Creative
www.maxnova.rs

Štampa
JAVNO PREDUZEĆE
„SLUŽBENI GLASNIK” – Beograd
www.slglasnik.com

Godina
2025.

Tiraž
100

ISBN: 978-86-403-1875-4

©2025. Centar za izdavačku delatnost – Ekonomski fakultet u Beogradu

Sva prava su zadržana. Ni jedan deo ove publikacije ne može biti reprodukovan niti smešten u sistem za pretraživanje ili prenos u bilo kojem obliku, elektronski, mehanički, fotokopiranjem, snimanjem ili na drugi način, bez prethodne pismene dozvole autora i izdavača.

DEDOLARIZACIJA: MOGUĆI PRAVCI BUDUĆEG RAZVOJA GLOBALNOG FINANSIJSKOG SISTEMA

DEDOLARIZATION: POSSIBLE FUTURE PATHS OF DEVELOPMENT OF THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM

Dejan Šoškić*

Apstrakt: Promena relativne ekonomske, industrijske, tehnološke i finansijske snage u svetu poslednjih decenija izazvala je i postepeno menjanje uloge dolara u međunarodnim plaćanjima. Na potrebu reforme globalnog finansijskog sistema ukazivano je više puta od uspostavljanja Brettonvudskog modela nakon Drugog svetskog rata. Ideja o stvaranju alternativnog međunarodnog finansijskog modela dobila je ponovno na značaju nakon svetske ekonomske krize 2007/2008 i često se spominje alternativni tzv. Kejnsov međunarodni finansijski model iz Brettonvuda. Sankcije Zapada Rusiji 2022., zamrzavanje deviznih sredstava Rusije u zapadnim finansijskim institucijama i ograničavanje korišćenja SWIFT sistema za međunarodna plaćanja obnovile su globalnu diskusiju o dedolarizaciji ali i kreirali konkretne korake u pravcu ubrzanja tog procesa. Ovaj rad se bavi analizom prednosti i ograničenja postojećeg dolarskog sistema, tekućom dinamikom dedolarizacije poslednjih godina, kao i mogućim modelima budućeg globalnog finansijskog sistema.

KLJUČNE REČI: GLOBALNI FINANSIJSKI SISTEM, SVETSKA REZERVNA VALUTA, DEDOLARIZACIJA, MEĐUNARODNA PLAĆANJA

JEL KLASIFIKACIJA: F33, G15, E42

Abstract: Changes in the relative economic, industrial, technological and financial strength in past several decades has created a gradual change in the global role of Dollar in international transactions. Several times since the establishment of the Bretton Woods model after Second World War, reform of the global financial system was on the agenda in international discussions. The idea of creation of an alternative international financial model again came into the spotlight after Global Economic Crisis of 2007/2008, and often was discussed an alternative, so called Keynes, international financial model proposed but not accepted in Bretton Woods. Western Sanctions against Russia in 2022, freezing and seizing of Russian financial assets in Western financial institutions and limitations in free usage of SWIFT, reinvigorated the global debate about dedolarization and has created concrete steps and solutions for acceleration of this process. This paper analyzes pros and cons of the existing dollar based system, gives an overview of dynamic of dedolarization in recent years, and discusses possible models for the future of the global financial system.

KEYWORDS: GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, GLOBAL RESERVE CURRENCY, DEDOLARIZATION, INTERNATIONAL PAYMENTS

JEL CLASSIFICATION: F33, G15, E42

1. UVOD

Dedolarizacija je proces smanjivanja učešća dolara u ulozi svetske rezervne valute i valute plaćanja u međunarodnim transakcijama¹. Dominacija jedne valute - dolara, iako se čini da je oduvek bila prisutna, zapravo se može smatrati retkim i posebnim slučajem u

* Redovni profesor Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu. E-mail: dejan.soskic@ekof.bg.ac.rs.

1 I ovaj izraz ćemo koristiti po ovoj definiciji u ovom radu iako se isti termin koristi često u makroekonomskoj analizi za situacije kada se dolar ili dominantna strana valuta koristi u funkcijama novca na internom tržištu manjih zemalja, uglavnom tržišta u nastajanju (emerging economies).

istoriji², i niti je istorijski bila prisutna pre kraja Drugog svetskog rata, niti je u periodu nakon toga bila bez specifičnih izazova. Još tokom Drugog svetskog rata bilo je jasno da će Svet nakon tog rata biti bitno drugačiji i da je potrebna i reforma međunarodnog finansijskog i monetarnog sistema. Predratni sistem „zlatnog standarda“ predominantno baziran na Britanskoj funti doživeo je, još pre izbijanja Drugog svetskog rata, ozbiljnu krizu i posleratni povratak na taj sistem činio se praktično nemogućim. Ipak, iz zemlje koja je imala dominantnu poziciju u sistemu zlatnog standarda došla je i ozbiljna reformska ideja, tj. predlog novog svetskog finansijskog i monetarnog modela. Džon Majnard Kejns (*John Maynard Keynes*) je u ime Velike Britanije još tokom rata (1940. – 1942.) formulisao svoj predlog svetskog novca - Bankora, i svetske centralne banke – ICU (*International Clearing Union*). Kejnsov predlog je bio i zvanični predlog Ujedinjenog Kraljevstva na konferenciji u Bretonvudsu. Nažalost, taj predlog nije usvoje. Usvojen je američki predlog koji je podrazumevao vodeću ulogu dolaru u budućnosti i njegovu zamenljivost (konvertibilnost) u zlato. Ali je još tada, neposredno nakon odbacivanja britanskog predloga, Kejns predviđao da će postojati problemi u funkcionisanju usvojenog (uglavnom američkog) predloga i da nije dobro da jedna nacionalna valuta služi i za domaći finansijski sistem i za međunarodna plaćanja, tj. da jedan novac služi i kao nacionalni i kao svetski novac. Taj problem je kasnije ponovno istaknut i oficijelno nazvan Trifinova dilema ili Trifinov paradoks³. Šesdesetih godina priča o neodrživosti Bretonvudskog sistema je nastavljena sa evropske strane Atlantika. Naime, francuski ministar finansija i ekonomije Valeri Žiskar Desten (*Valéry Giscard d'Estaing*) govoreći o ulozi dolara u Bretonvudskom sistemu zaključio je da se radi o pre-naglašenoj privilegiji (*privilège exorbitant*). On je smatrao da se dolarima, koji se gotovo bez troška proizvode u Americi, mogu kupovati, robe, usluge, imovina ili odobravati krediti drugde u Svetu, te da je takav mehanizam duboko nepravedan i dugoročno neodrživ. Taj stav je podržavao i predsednik Francuske u tom trenutku *Šarl de Gol* (*Charles de Gaulle*) koji je o tome i javno govorio. Sem uočene nepravednosti sistema iz Bretonvudsa, uočena je i opasnost da Amerika u datim okolnostima druge polovine šesdesetih godina „štampa“ isuviše dolara te da tako ne može da održi konvertibilnost dolara u zlato po obećanom fiksnom kursu. Podsetimo se, to je vreme rata u Vijetnamu i nadmetanja u kosmičkim istraživanjima i dostignućima i jedno i drugo je kreiralo ogromne troškove za SAD. U nekoliko navrata krajem 60-ih i početkom 70-ih godina francuzi su tražili zlato za dolare i to je učinjeno nekoliko puta, pre nego što je Niksonova administracija (formalno samo privremeno) prekinula konvertibilnost dolara u zlato 15. avgusta 1971. godine. Nakon toga, konvertibilnost dolara u zlato nije obnovljena i Svet je ušao u novu etapu tzv. Fiat novca⁴ u kojoj se i danas nalazimo. Nezvaničnim dogovorom sa najvećim proizvođačima nafte na Bliskom istoku (pre svega sa Saudijskom Arabijom⁵) da naplaćuju naftu u dolarima i da

2 Zhou Xiaochuan (2009) s 1.

3 Nazvan po američkom ekonomisti belgijskog porekla Robertu Trifinu (*Robert Triffin*) koji je 1959 godine svedočio u američkom kongresu i upozoravao na ozbiljne propuste u Bretonvudskom sistemu. Trifin je predviđao da ako dolar ima ulogu svetskog novca, može lako da se desi da ga nema dovoljno za rast svetske trgovine što bi obaralo moguće stope rasta u svetu. S druge strane, ako ga bude dovoljno tj. ako Amerika kreira dovoljno dolara za potreban rast međunarodne trgovine i „emituje“ ga u svet posredstvom svog trgovinskog deficita, može se javiti, pre ili kasnije, problem konvertibilnosti dolara u zlato, tj održivosti fiksnog kursa od tridesetpet dolara za jednu uncu zlata. Videti Triffin, Robert. (1959) s 3-14.

4 Novca koji se ne bazira na zlatu ili drugoj robnoj vrednosti, već se emituje na bazi autoriteta emisione ustanove, tj. države emitenta.

5 Wong, Andrea (2016).

kumulirane viškove tako prihodovanih dolara plasiraju u američke obveznice, Amerika je, u odsustvu konvertibilnosti dolara u zlato, obezbedila međunarodnu tražnju za dolarima, tj. uspostavljanje tzv. cirkulacije petrodolara. Time je izbegnuta sudbine značajnijeg gubitka vrednosti dolara predviđene Trifinovima paradoksom. Finansijska kriza 2007-08 nanovo je revitalizovala diskusiju o održivosti dolara kao svetskog novca. Kejnsov Bankor je, od strane pojedinih centralnih bankara, ponovo pominjan kao dalekovido i bolje rešenje od postojećeg⁶. Eminentni ekonomisti na čelu sa nobelovcem Džozef Štiglicem (*Josef Stiglitz*) okupljeni u Komisiji eksperata predsednika Generalne skupštine UN o reformama međunarodnog monetarnog i finansijskog sistema 2009. godine eksplicitno su predložili uvođenje nove Svetske rezervne valute⁷, prihvatajući mogućnost da se to realizuje i na bazi razvoja postojećeg sistema Specijalnih prava vučenja (SPV). Komisija je išla i dotle da je predvidela slobodnu emisiju, nezavisno od bilo koje nacionalne centralne banke, u iznosu od 250 mlrd. dolara godišnje tokom trajanja krize i sa prevashodnom namenom kreditiranja zemalja u razvoju. Ideja je u par navrata bila pominjana u pozitivnom kontekstu i od strane američkog ministra finansija Timoti Gajtnera (*Timothy Geithner*), ali je on ubrzo prestao sa javnom podrškom toj ideji. Argumentacija je uglavnom ostala ista: problemi vezani za Trifinovu dilemu i teškoće da jedna centralna banka istovremeno pokušava da ostvari domaće ciljeve monetarne politike i dovoljno rezervne valute za potrebe zadovoljenja tražnje za međunarodnom trgovinom i rezervnom valutom drugih zemalja. Posle nekoliko godina, gotovo bez aktivne debate po ovom pitanju, Mark Karni (*Mark Carney*) guverner Banke Engleske, pri kraju svog mandata, u svom govoru koji je održao na konferenciji u Džeksonu holu (*Jackon Hall*)⁸ jasno je ukazao na potrebu reforme međunarodnog monetarnog i finansijskog sistema i njegovu reformu u pravcu napuštanja modela sa jednom dominantnom rezervnom valutom u korist rešenja koja su primerena multipolarnom svetskom poretku i uz primenu savremenih tehnologija i digitalnih valuta. Diskusija o potrebi dedolarizacije tu se, međutim, ne završava. Rat u Ukrajini i korišćenje dolara kao oružja („veponizacija dolara“) od strane kolektivnog Zapada, uključujući i zamrzavanje deviznih rezervi Rusije, ponovno su otvorili ovu temu, naročito u kontekstu organizacije BRICS zemalja i njihove ambicije da razviju alternativni sistem plaćanja koji neće počivati na dolaru. Dosta ideja je pominjano poslednjih godina, ali je dominacija dolara u ukupnim međunarodnim plaćanjima opstala. Ipak, primetna su i bitna smanjivanja upotebe dolara, posebno u međusobnim plaćanjima Rusije i Kine, Rusije i Indije, ali i Kine sa ostatkom Sveta. Nesporno je uspostavljen trend većeg kupovanja zlata od strane većeg broja centralnih banaka u Svetu. Dedolarizacija koja je, bar od pojave evra pre oko dve decenije, nesporan trend, poslednjih godina nedvosmisleno dobija na momentumu.

2. EVOLUCIJA BRETONVUDSKOG DOLARSKOG SISTEMA

Na konferenciji u Bretonvudsu pobedio je model koji je zastupala Amerika. Britanski, tj. Kejnsov, model nije prihvaćen. Američki model u nekim elementima je izašao u susret Britanskim zalaganjima da se kreira nadnacionalna institucija koja bi pomagala zemljama sa platnobilansnim problemima. Umesto međunarodne centralne banke, tj. ICU iz Kejnsovog

6 Zhou Xiaochuan (2009).

7 United Nations (2009) s. 10.

8 Mark Carney (2019), s. 13-15

predloga, formiran je Međunarodni monetarni fond. Umesto svetskog novca Bankora, (doduše tek nakon u praksi uočenih ozbiljnih nedostataka Bretonvudskog modela, tj. tek od 1969. godine) kreirana su specijalna prava vučenja (SPV). Bankor je trebalo da je nezavisan od bilo koje centralne banke i da se samostalno može emitovati. SPV su samo obračunsko sredstvo na bazi korpe izabranih najviše korišćenih globalnih valuta. SPV su dobila svoju vrlo ograničenu ulogu, kao sredstvo za obračun pri uplati kvota zemalja članica u MMFu i Svetskoj banci i za obračun pri povlačenju kredita iz ovih institucija. Dakle, nitu su SPV svetski novac, niti je MMF međunarodna centralna banka. SPV se nisu mogla emitovati nezavisno i u skladu sa potrebama kretanja međunarodne trgovine. Umesto Bankora baziranog na zlatu, dolar je zauzeo centralno mesto u svetskom monetarnom i finansijskom sistemu i bio je vezan fiksnim paritetom za zlato u odnosu: jedna unca zlata za 35 dolara. Taj odnos (kurs) je opstajao sve do 1971. godine. U toku važenja Bretonvudskog sistema, Amerika se obavezala da će slobodno da kupuje i prodaje zlato po toj definisanoj ceni⁹. Sve druge glavne svetske valute uspostavile su fiksni devizni kurs u odnosu na dolar. Taj fiksni kurs, uz pomoć MMFa, mogao je da se menja ako se uspostavi da je neodrživ i nerealan. MMF je dobio i mandat da vrši nadzor nad međunarodnim monetarnim sistemom i da odobrava kredite pojedinim zemljama radi premošćavanja kratkoročnih problema blatnobilansne neravnoteže¹⁰.

Iako je Bretonvudski sistem operativno profunkcionisao već od 1946. godine, valute evropskih zemalja ostale su nekonvertibilne u tekućim transakcijama sve do 1958, a Japana čak do 1964. godine¹¹. Drugim rečima, Bretonvudski sistem zasnovan na dolaru zapravo je uspostavio svoju punu funkcionalnost tek 1958. godine kada je većina Evropskih zemalja uspostavilo konvertibilnost svojih valuta za tekuće transakcije platnog bilansa. Prethodno su, od 1946 do 1958., većina njih imale svojih nekoliko devalvacija u odnosu na dolar i zlato. Međutim, upravo po punom uspostavljanju Bretonvudskog modela, uočen je urođeni nedostatak Bretonvudskog sistema baziranog za dolaru i njegovoj konvertibilnosti u zlato – Triffin-ov paradoks. Sam kurs od 35 dolara za uncu zlata je zapravo preuzet iz Zakona o zlatnim rezervama iz 1934. godine¹². Do kraja pedesetih godina, zbog prisutne inflacije u dolaru u međuvremenu (ratne i poratne godine u Americi), realna vrednost zlata je znatno opala tako da je proizvodnja zlata bila praktično neisplativa¹³. Do početka 50-ih godina realna cena zlata je bila tek oko 50% vrednosti iz 1934. Otuda ne čudi da je proizvodnja zlata od 1948 do 1958 povećana samo za 16%, dok je u istom periodu međunarodna trgovina porasla za čak 68%¹⁴. Dakle, već u prvoj deceniji svog punog funkcionisanja, od 1958. godine, Bretonvudski dolarski sistem je pokazao izrazite probleme u svom funkcionisanju. Spoznaja da sistem ima urođenu nelogičnost - da potrebna i dovoljna „proizvodnja“ dolara za međunarodnu trgovinu (kroz sukcesivne platnobilansne deficite Amerike) direktno otvara pitanje održivosti fiksnog kursa dolara prema zlatu (Triffinov paradoks) - kreirala je nepoverenje u sistem. Već početkom 60-ih godina otvorilo se pitanje održivosti zvanične cene zlata prema dolaru – ključne komponente Bretonvudskog sistema. Problem je dodatno naglašen rastućom inflacijom u Americi nakon 1965. godine. Dodatno, uočeni su sistemski problemi u prilagođavanju

9 Bordo, Michael D. et al. (2011), s.3.

10 Bernstein, Edward (1984).

11 Bordo, Michael D. et al. (2011), s.3.

12 U.S. Gold Reserve Act of 1934.

13 Meltzer, Allan H. (1991).

14 Triffin, Robert. (1960).

unakrsnih deviznih kurseva drugih zemalja¹⁵. Američka centralna banka i ministarstvo finansija pokušali su tokom 60-ih godina da intervencijama na deviznom tržištu, tržištu zlata i svop transakcijama, u saradnji sa vladama i centralnim bankama drugih zemlja, ublaže i odlože probleme u funkcionisanju Bretonvudskog sistema. Ipak, ubrzo je postalo jasno da održavanje Bretonvudskog sistema zahteva, zapravo, podređivanje nacionalnih ekonomskih ciljeva (privrednog rasta, zaposlenosti, inflacije) cilju održavanja tog međunarodnog sistema. „Epizoda“ sa francuskom vladom i francuskim predsjednikom koja je otpočela sredinom 60-ih godina, koji su nedvosmisleno istakli nepravdu dolarskog sistema ali i iskazali nepoverenje u konvertibilnost dolara u zlato po definisanom kursu, završila se francuskim otkupom zlata za dolare i fizičkim prenosom tog zlata za Francusku. Nakon nekoliko takvih operacija, Niksonova administracija je obustavila konvertibilnost dolara u zlato (tj. zatvorila je „zlatni prozor“) 15. Avgusta 1971. Tada je, može se reći, okončan Bretonvudki sistem i od tada se prešlo na Fiat novac (bez zlatnog pokrića). Zvanični prelazak na fleksibilnost kursa dolara prema glavnim svetskim valutama otpočela je, nešto kasnije, marta 1973. godine, a uspostavljanje petrodolarske cirkulacije novca, uspostavljena je jula 1974. godine¹⁶.

Zlatno važenje dolara i Bretonvudski sistem su okončani, ali je glavna uloga dolara u međunarodnim plaćanjima i kao svetske rezervne valute nastavljena, praktično, do danas.

3. OSNOVNI PROBLEMI DOLARIZACIJE

Korišćenje dolara kao dominantne svetske valute za međunarodna plaćanja i čuvanje rezervi, tokom svoje višedecenijske primene otkrilo je nekoliko svojih ključnih problema i nedostataka. Koji su to osnovni problemi koji nastaju zbog korišćenja dolara kao nacionalne (američke) valute ali i kao svetskog novca?

Prvo: privilegija prodaje po visokoj ceni (*privilège exorbitant*). Pod ovom inicijalnom zamerkom, koju su, videli smo, istakli francuski predstavnici sredinom šesdesetih godina, krije se nekoliko mogućih procesa i okolnosti koje dovode do, praktično, preliivanja vrednosti iz drugih svetskih ekonomija u američku. Pre svega, dolari (jeftino) kreirani u Americi, zbog statusa dolara kao svetskog novca, mogu se koristiti za nabavku realne i finansijske imovine u drugim zemljama Sveta. Tako kreiranim dolarima mogu se odobravati krediti drugim zemljama, mogu se kupovati obveznice, ali i akcije u drugim zemljama. Mogu se kupovati kako robe tako i usluge u inostranstvu. U svakoj od tih transakcija, druga ugovorna strana rado prima dolare jer ih može koristiti kao sredstvo plaćanja za nabavku druge realne ili finansijske imovine ili za čuvanje u formi rezervi za potencijalna buduća plaćanja u međunarodnim transakcijama. Većina berzanskih roba, pre svega nafte i poljoprivrednih proizvoda, ali i metala i drugih roba, formiraju svoje cene na svetskim berzama dominantno u dolarima. I ogroman procenat drugih nabavki (roba i usluga) fakturiše se u dolarima u kojima se vrši i plaćanje po tim fakturama. Dolar je, dakle, opšte prihvaćeno obračunsko i platežno sredstvo i njegovo kreiranje i emitovanje od strane Amerike se smatra prihvatljivim jer obezbeđuje sredstvo plaćanja za stalno rastuću međunarodnu trgovinu. Emitovanje dolara za potrebe rastuće međunarodne trgovine obavlja se posredstvom deficita platnog bilansa koji Amerika ima u kontinuitetu prema ostatku Sveta. Ovaj fenomen se manifestuje na način da je Neto međunarodna investiciona pozicija (NIIP) SAD znatno manje negativna od zbira deficita tekućih računa platnog bilansa.

15 Bordo, Michael D. et al. (2011), s.5.

16 Wong, Andrea (2016).

Drugo: prelivanje (*spillover*) američke ekonomske politike i dolarskih cena u druge zemlje. Restriktivna monetarna politika u Americi ima nekoliko kanala uticaja na ostatak Sveta¹⁷. Drugim rečima, podizanje američkih kamatnih stopa može imati tri kanala spoljnog uticaja: rast deviznog kursa dolara, pad tražnje u SAD i otežavanje (poskupljenje) uslova finansiranja za inostrane dužnike. Prvi kanal, kanal deviznog kursa, kroz apresijaciju dolara, podiže inostranu konkurentnost u odnosu na SAD, i stoga ima povoljan uticaj na rast inostranog BDP-a, ali ima i pozitivan uticaj, tj. povećava inflaciju u inostranstvu. Drugi kanal, kanal domaće tražnje u SAD, kroz pad tražnje (zbog rasta kamatnih stopa u dolarima), opada i uvoz u SAD što ima negativan uticaj na inostrani BDP, ali i na inflaciju u inostranstvu. Treći kanal, finansijski kanal, preko rasta kamatnih stopa u SAD dovodi do okretanja međunarodnih investitora finansijskim instrumentima u SAD. To izaziva probleme finansiranja u inostranstvu, pad njihovog BDPa i prelivanje restriktivnosti koja negativno utiče, tj. smanjuje i inflaciju u inostranstvu.

Dakle, borba protiv nacionalne inflacije u Americi, restriktivnom monetarnom politikom u SAD može bitno da pogorša uslove finansiranja u drugim zemljama, posebno zemljama u razvoju, i da direktno utiče na pad ekonomske aktivnosti u tim drugim zemljama uz neposredno moguće ugrožavanje njihove finansijske stabilnosti. Naime, ovde se može raditi ne samo o zaoštavanju uslova finansiranja koje se odnosi na buduće finansijske transakcije već i na moguć direktan uticaj na postojeće uslove finansiranja, posebno u zemljama u razvoju. U ovim zemljama krediti se često odobravaju u dolarima (ili su vezani za kurs domaće valute prema dolaru). Uz to, krediti ugovoreni sa fleksibilnom kamatnom stopom često su vezani za neku međunarodnu kamatnu stopu u dolarima (npr. LIBOR)¹⁸. U takvim uslovima, podizanje kamatnih stopa u dolarima može imati dvostruki negativni uticaj na dužnike u zemljama u razvoju. Prvo, zbog apresijacije dolara, rate dužnika u lokalnoj valuti rastu. I drugo, zbog rasta ugovorene dolarske fleksibilne kamatne stope, rate dužnicima rastu dodatno i u dolarima, a, zbog prethodne apresijacije dolara, naročito u lokalnoj valuti (u kojoj, po pravilu, dužnici dominantno primaju svoje dohotke). Takav dvostruki negativan uticaj rasta kamatnih stopa u dolaru, potencijalno ne izaziva samo buduću recesiju u zemljama u razvoju već neposredno i u kratkom roku može ugroziti njihovu finansijsku stabilnost. Bitno povećanje kreditnih rata dužnika (pod ovim dvostrukim uticajem) može znatno povećati učešće problematičnih kredita i, u relativno kratkom roku, ugroziti finansijsku stabilnost, domaćinstava, preduzeća, banaka, pa i države. Sličan negativan uticaj postoji i kad je dužnik država (zemlja u razvoju) jer i ona ostvaruje svoje dohotke u domaćoj valuti a, po pravilu, duguje u stranoj valuti (dolaru). Takve latentne krize u zemljama u razvoju, po pravilu, izazivaju restriktivniju lokalnu regulaciju finansijskih institucija koja sputava pun razvoj tih finansijskih sistema i njihov pozitivan uticaj da te zemlje u razvoju ostvare svoj puni razvojni potencijal. Istovremeno, iz istih razloga latentne finansijske nestabilnosti i moguće krize suverenog duga, zemlje u razvoju su često sklone da održavaju više nivoe svojih deviznih rezervi što predstavlja dodatni trošak, ali i smanjuje investicije u zemlji¹⁹.

17 Caldara, et al. (2022).

18 Kao što su krediti u Srbiji u velikom broju sa valutnom klauzulom prema evru i vezani za kretanje EURIBOR-a.

19 Prekomerno držanje deviznih rezervi nepotrebno izaziva trošak diferencijala u kamatnim stopama između kamatnih stopa po kojima se zemlje u razvoju zadužuju i kamatnih stopa na obveznice američke države u kojima se rezerve najčešće čuvaju. Istovremeno, umesto da su raspoloživa sredstva uložena kao investicije u zemljama u razvoju, ona se čuvaju u obveznicama SAD i finansiraju fiskalni deficit Amerike.

Setimo se kada je Amerika obarala inflaciju visokim kamatnim stopam 80-ih godina. Tadašnji guverner Federalnih rezervi Pol Voker (*Paul Volcker*) uspešno je oborio inflaciju u Americi uz pomoć visokih (zbog svog nivoa, tada zvanih „tinejdžerskih“) kamatnih stopa u dolaru. Retko se, međutim, spominje da se istovremeno desila i kriza suverenog duga u preko 40 zemalja u razvoju (pre svega Latinske Amerike)²⁰. Kriza javnog duga zemalja u razvoju bila je pod trostrukim negativnim uticajem zbog restriktivne monetarne politike u SAD: rast kamatnih stopa u dolarima (u kojima su se ove zemlje zaduživale), rast vrednosti dolara (što je smanjivalo vrednost BDPa ovih zemalja izražen u dolarima), i pad ekonomske aktivnosti (BDPa) u ovim zemljama (zbog rasta kamatnih stopa koji se prelio iz SAD u ove zemlje). Otuda se ključni parametar, javni dug prema BDP-u, kod ovih zemalja kretao u relativno kratkom roku u naglašeno nepovoljnom smeru.²¹

Ekspanzivna monetarna i fiskalna politika, takođe se mogu prelivati na ostatak Sveta. Taj uticaj je bio vidljiv i neposredan u periodu tzv. kvantitativnih olakšica od 2008. godine, ali i u prvim godinama Kovida (2020. i 2021.). Nakon krize 2008. godine, monetarna ekspanzija u SAD²² kroz tzv. kvantitativne olakšice u narednim godinama izazvala je vrlo niske kamatne stope u Americi koje su uticale na pad kamatnih stopa globalno. Te niske kamatne stope neki su tumačili kao „blagoslov“, ali je, uz malo nepažnje i očekivanje da će niske kamatne stope biti trajno raspoložive, to moglo dovesti do prezaduživanja zemalja u razvoju²³. Takođe, preterana fiskalna ekspanzija u kratkom roku, kakav je bio slučaj u SAD u 2020. i 2021.²⁴ godine, može uticati ne samo na inflaciju u Americi već i na prelivanje te inflacije na ostatak sveta. Smanjivanje kupovne snage dolara u Americi, „preliva“ se i na smanjivanje njegove kupovne snage i na robnim i drugim tržištima globalno gde se dolar koristi za fakturisanje i izmirivanje obaveza. Odatle, taj rast cena u dolarima, preliva se u domaću inflaciju mnogih zemalja kao uvozna inflacija²⁵ i utiče na globalnu inflaciju. U slučaju jačanja dolara (što je bio slučaj tokom 2021. i 2022), taj inflatorni uticaj na druge zemlje može biti i dvostruk: zbog rasta cena u dolarima i zbog jačanja dolara prema drugim valutama.

Dakle, američka ekonomska politika se posredstvom dolara „preliva“ u inostranstvo, i taj neželjeni uticaj je najizrazitiji prema zemljama u razvoju, ali je taj uticaj jasno prisutan i prema drugim tj. razvijenim zemljama²⁶. Američka ekonomska politika, međutim, ne samo da bitno utiče na ostatak Sveta već, po pravilu, može imati i negativne i neželjene povratne uticaje (*spillbacks*) na samu američku privredu²⁷.

20 SFR Jugoslavija je u isto vreme osetila ozbiljne probleme u finansiranju svojih međunarodnih finansijskih obaveza.

21 Sgard, Jérôme, (2023).

22 Mada su i druge zemlje (Velika Britanija, Japan, kasnije i Evrozona) primenile sličnu monetarnu politiku, ali je Američki uticaj u dolarima zbog raspostranjenosti dolara, ranog početka i veličine podsticaja bio najveći.

23 Slično rezonovanje i postupanje mogli smo videti i u Srbiji gde je dinamika prirasta apsolutnog nivoa duga uvećana u godinama niskih kamatnih stopa na međunarodnim tržištima.

24 Po podacima Kongresne kancelarije za budžet SAD (*Congressional Budget Office*), ukupni fiskalni deficit u SAD 2020 godine je bio 3132 milijarde dolara (15% BDPa SAD), a 2021 2772 milijarde dolara (12,4% BDPa SAD), ukupno preko 5800 milijardi dolara u 2020. i 2021. (videti <https://www.cbo.gov/publication/57539/html>).

25 Sem u slučaju srazmerne apresijacije domaće valute.

26 Curcuro, et al. (2018).

27 Breitenlechner, et al. (2021)

Treće: plaćanje u dolarima kreira promet i rast prihoda u finansijskom sistemu SAD. Da bi se izvršilo plaćanje u dolarima u međunarodnom prometu, najčešće dolazi do transakcija koje prolaze kroz sistem korespodentskih bankarskih odnosa do banaka u SAD (Njujorku) gde se kroz američki klirinški sistem (CHIPS) pri bankarskom sistemu SAD, vrši kliring i saldiranje tih transakcija. Iako kupac i prodavac mogu biti međusobno relativno blizu, a hiljadama kilometara daleko od Njujorka, ipak se kliring i saldiranje njihovih transakcija u dolarima, po pravilu, obavlja u SAD uz plaćanje odgovarajuće provizije američkim bankama na obe strane transakcije. Uz to, tako novac iz čitavog sveta nalazi svoj put do američkih banaka i drugih finansijskih institucija koje kreiraju uvećan promet na finansijskom tržištu SAD stvarajući dodatne prihode američkim finansijskim institucijama. Taj priliv svetskog novca u američki finansijski sistem doprinosi i prenatrženom učešću finansijskog sektora u ukupnom BDPu SAD.

Četvrto: dolar kao rezervna svetska valuta obara cenu finansiranja američkog fiskalnog deficita. Naime, dolar kao svetski novac i rezervna valuta kreira i dodatnu „koleteralnu korist“ za SAD, kao posledicu činjenice da ga sve druge zemlje drže u svojim deviznim rezervama. Naime, u izboru finansijskog instrumenta u kome se čuvaju devizne rezerve, američke obveznice predstavljaju, već decenijama unazad, preferirani instrument za većinu drugih zemalja na osnovu činjenice da su relativno sigurne i prinosne. Ta tražnja za američkim obveznicama, uslovljena ulogom dolara kao svetske rezervne valute, direktno utiče na smanjivanje cene finansiranja javnog duga SAD. Drugim rečima, zbog toga Amerika može da ima veće fiskalne deficite uz niže troškove njihovog finansiranja. Uz to, paradoks ove situacije je i taj da to finansiranje javnog duga Amerike u velikoj meri vrše zemlje u razvoju. Dakle, može se reći, zemlje u razvoju finansiraju fiskalni deficit, tj. prekomernu potrošnju, SAD i to po ceni (kamatnoj stopi) koja je znatno niža od one koju plaćaju te iste zemlje kada finansiraju svoj javni dug. Dakle, s jedne strane, inače znatno siromašnije od SAD, zemlje u razvoju se zadužuju po višim kamatnim stopama, a sa druge strane finansiraju javni dug (tj. prekomernu potrošnju) SAD po nižim kamatnim stopama.

4. OSNOVNI UZROCI DEDOLARIZACIJE

Ako želimo da govorimo o tome zašto se dedolarizacija dešava, treba imati u vidu i činjenicu da globalna dominacija jedne valute praktično nije postojala nikada u istoriji. Ni period koji je prethodio Bretonvudskom sistemu, za koji mnogi veruju da je bio period Funte, nije bio potpuno dominiran Britanskom funtom, jer su u vreme tzv. „zlatnog standarda“ i američki dolar i druge valute imale znatnog učešća u međunarodnoj trgovini i čuvanju rezervi, a zlato je često korišćeno za međunarodne transakcije i čuvanje rezervi. Dakle, veći broj valuta, zlato i drugi plemeniti metali, kroz istoriju su imali ulogu svetskog novca, tj. služili su za međunarodna plaćanja i čuvanje rezervi. Otuda se dominacija dolara nakon Drugog svetskog rata pa sve do danas, može smatrati izuzetkom, tj. jednom vrstom anomalije, u dužem istorijskom kontekstu.

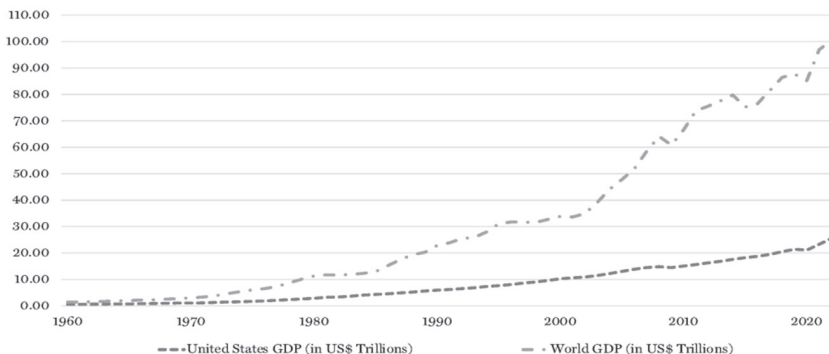
Osnovni uzrok dedolarizacije je decenijsko prisustvo trenda smanjivanja relativnog značaja američke privrede u ukupnoj svetskoj privredi (Slika 1). Trend postepenog smanjivanja značaja dolara prisutan je već poslednjih dvadesetak godina, tj. od početka dvadesetprvog veka²⁸. Međutim, učešće dolara u fakturisanju u globalnoj trgovini, međunarodnom zadu-

28 Arslanalp, Serkan, Barry Eichengreen i Chima Simpson-Bell, (2022).

živanju i prekograničnim nebankarskom kreditiranju značajno nadilazi učešće Amerike u svetskoj trgovini, međunarodnom emitovanju obveznica i prekograničnom kreditiranju (Slika 2). Otpornost dominacije dolara je opstajala uprkos smanjivanju značaja privrede SAD u odnosu na ostatak Sveta.

Slika 1. BDP SAD (isprekidana linija) i Sveta (linija, crta-tačka) (u tekućim dolarima u hiljadama milijardi dolara)

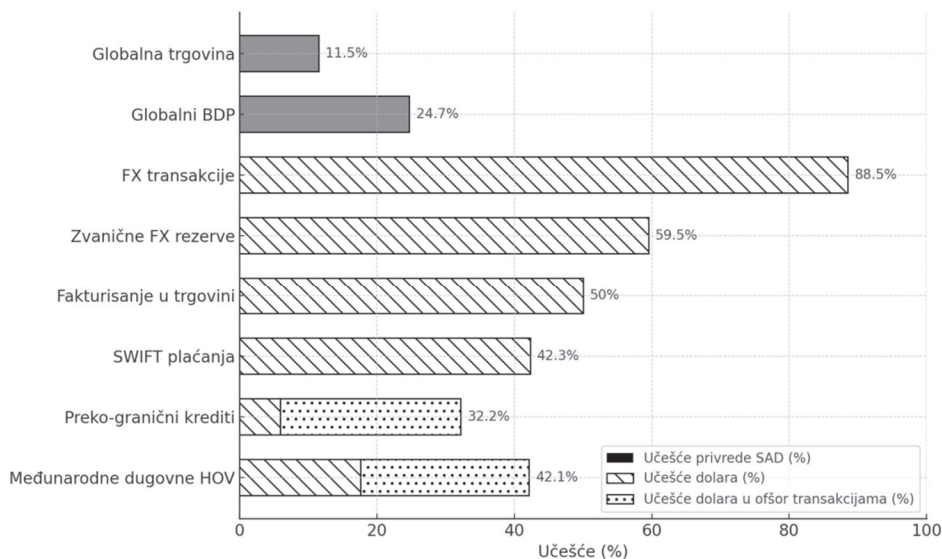
Figure 1: The United States' and the World's GDPs (current US dollar in trillions)



Source: The World Bank

Izvor: Svetska Banka, (preuzeto iz Li, Yuefen, (2023))

Slika 2. Učešće američke privrede (puni horizontalni stubići) i američkog dolara (šrafirani i tačkasti horizontalni stubići) u drugom kvartalu 2022.



Izvor: BIS, preuzeto iz Li, Yuefen, (2023)

Posebno je jasna dominacija dolara u domenu transakcija na deviznom tržištu (88,5%)²⁹, učešća u zvaničnim deviznim rezervama centralnih banaka (59,5%), fakturisanju u trgovini (50%) i plaćanjima uz pomoć SWIFTa (42%).

Svet je, međutim, danas veoma izmenjen u odnosu na trenutak usvajanja Bretonvudskog sistema (1944. godine), pa i u odnosu na trenutak prestanka tog sistema (1971. godine). Tradicionalno bogate i dominantne ekonomije Sveta (zemlje G7) bitno su smanjile svoj relativni značaj u svetskoj privredi i danas istaknute i velike zemlje u razvoju (zemlje BRICS) imaju relativno veću ekonomsku snagu (Tabela 1).

Tabela 1. Zemlje G7 i BRICS: BDP korigovan za paritet kupovne snage (PPP) u tekućim dolarima u hiljadama milijardi dolara.

G7	BDP PPP (tek. međ. dolari) u 000 mlrd.		BRICS
SAD	27.36	34.64	Kina
Japan	6.25	14.54	Indija
Nemačka	5.31	6.45	Rusija
Francuska	4.17	4.45	Brazil
Velika Britanija	4.03	0.951	Južna Afrika
Italija	3.45		
Kanada	2.27		
Ukupno	52.84	61.03	Ukupno

Izvor: Svetska Banka, Baza podataka (pristupljeno 18.09.2024). <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.PP.CD?locations>

To bi sugerisalo i da bi uloga dolara trebalo srazmerno da je gubila na značaju. Međutim, dolar je i dalje ostajao dominantan iako je privreda SAD to odavno prestala da bude. I to uprkos svim slabostima korišćenja dolara kao svetskog novca (dolarizacije). Nekoliko argumenata se, po pravilu, navode kada se govori o prednostima upotrebe dolara:

- Samo deficitarne ekonomije, kakva je ekonomija SAD, mogu da snabdevaju Svet u dovoljnoj meri novcem za međunarodna plaćanja;
- Vrednost dolara se formira slobodno, na tržištu, bez državnog uplitanja i kontrole;
- Samo dolar uživa globalno poverenje, jer se u njega lako investira i iz njega lako povlači i jer je finansijska imovina u dolarima sigurna i u uslovima „vlдавine prava“;

²⁹ Kod FX transakcija u svakoj transakciji su uvek prisutne dve valute. Tako ukupan zbir učešća svih valuta nije 100%, već 200%. Otuda prisustvo dolara u 88,5% svih FX transakcija ne znači da samo 11,5% otpada na sve druge valute, već da je učešće dolara nešto manje od polovine svih FX transakcija, a da je učešće svih drugih valuta nešto više od polovine svih FX transakcija. Ipak, i tako, dominacija dolara u odnosu na druge valute je nesporna.

- Samo u dolaru postoji dovoljno likvidno (“duboko”) finansijsko tržište na kome je moguće uvek naći adekvatan instrument za čuvanje rezervi i na kome je moguće lako pronaći likvidne instrumente zaštite od promene deviznog kursa.

Sve ove karakteristike dolara su održavale njegovu popularnost i inerciju korišćenja u međunarodnom finansijskom i monetarnom sistemu. Poslednjih godina, međutim, dolazi do bitnih promena u nekim od ključnih okolnosti koje su dolar održavale atraktivnim, i tu dolazimo do drugog, danas vrlo bitnog, uzroka dedolarizacije.

Drugi bitan uzrok dedolarizacije poslednjih godina je korišćenje dolara kao sredstva pritiska u međunarodnim odnosima (tzv. “veponizacija” dolara). Ovo je postalo očigledno naročito nakon izbijanje sukoba u Ukrajini. Naime, Zapad je (na čelu sa SAD) odlučio da u nizu sankcija koje su jednostrano uveli Rusiji, uvedu i one koje se tiču dolara (delimično i evra). To korišćenje dolara kao sredstva pritiska od strane SAD (tzv. “veponizacija” dolara) poprimilo je nekoliko pojavnih formi:

- Zamrzavanje ili zaplena deviznih rezervi (Venecuela, Iran, Avganistan, Rusija);
- Uskraćivanje pristupa sistemu razmene informacija o plaćanjima između banaka, tj. SWIFT-u (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*);
- Uskraćivanje pristupa sistemu kliringa u dolarima u američkim bankama, tj. CHIPS-u (*The Clearing House Interbank Payments System*).

Ovakvi postupci poslali su vrlo ozbiljnu poruku svim korisnicima postojećeg međunarodnog finansijskog sistem baziranog na dolaru kao svetskom novcu. Naime, na osnovu izvršnih odluka vlada pojedinih zemalja³⁰ izvršeno je zamrzavanje (sa mogućnošću oduzimanja) imovine fizičkih i pravnih lica, uključujući i imovinu država. Uz to, uskraćen je pristup i korišćenje finansijskih institucija za normalno plaćanje u međunarodnom prometu kroz postojeći međunarodni monetarni i finansijski sistem baziran dominantno na dolaru. Mnoge zemlje širom Sveta, sem svesti o problemima koji postoje u vezi dolarizacije i korišćenja dolara kao svetske rezervne valute, „veponizacijom“ dolara jasno su dobile prećutnu preteću poruku. Ta poruka bi mogla da glasi: „ako čuvate svoje devizne rezerve u dolarima i obavljate svoje transakcije u dolarima (posredstvom SWIFTa i CHIPSa) izvršnim odlukama vlade SAD možete se naći u nezavidnom položaju da je vašu imovinu oduzeta i da se vaše međunarodne transakcije sprečavaju“. Ovakva prećutna poruka kod velikog broja zemalja, posebno onih koje se u perspektivi mogu videti u nekoj vrsti političkog nesaglasja sa SAD i Zapadom, izazvala je potrebu traženja alternative u odnosu na dolar i u smislu čuvanja rezervi i u smislu međunarodnih plaćanja. Ovo se naročito odnosi na Kinu i Rusiju, dve zemlje sa kojima su SAD i kolektivni Zapad u više ili manje otvorenom sukobu. U dosta izmenjenim okolnostima poslednjih decenija, to su danas istovremeno prva i četvrta ekonomija Sveta (Tabela 1), sa velikim ekonomskim i političkim uticajem na zemlje u razvoju. „Veponizacija“ dolara poslednjih godina je ubrzala procese dedolarizacije u Svetu i može se smatrati da je ona danas praktično glavni pokretač procesa koji vode dedolarizaciji i geopolitičkoj fragmentaciji³¹.

30 Dakle ne na osnovu odluke nekog suda ili Organizacije Ujedinjenih Nacija.

31 Koosakul, J. et al. (2024).

5. USLOVI ZA JAČANJE DEDOLARIZACIJE I MOGUĆI DALJI PRAVCI RAZVOJA SVETSKOG MONETARNOG I FINANSIJSKOG SISTEMA

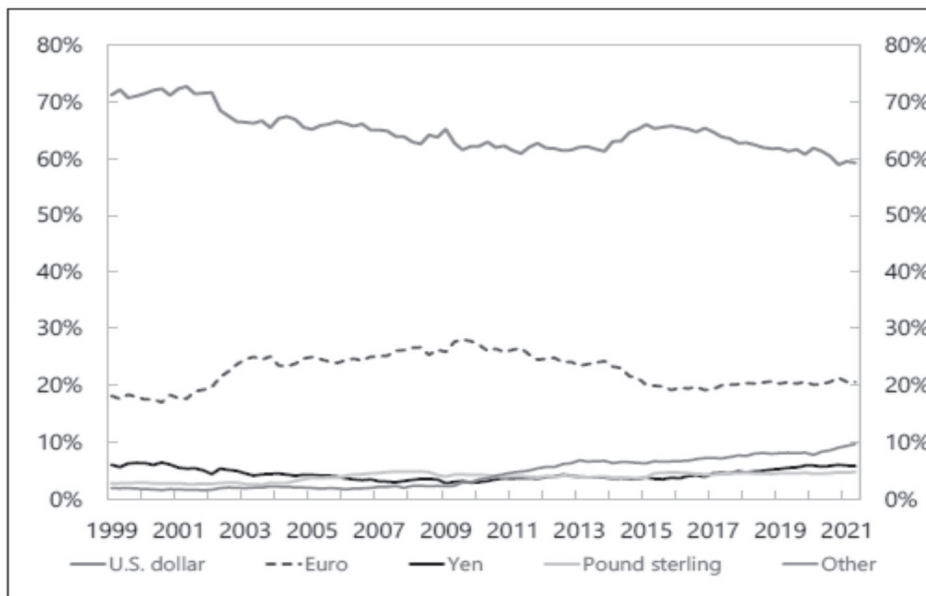
Dedolarizacija podrazumeva promene u funkcionisanju svetskog finansijskog i monetarnog sistema u nekoliko domena: smanjivanje čuvanja deviznih rezervi u dolaru, uspostavljanje alternative za SWIFT, uspostavljanje alternative za CHIPS i razvoj finansijskih tržišta van dolara.

Smanjivanje izloženosti prema dolaru je trend koji traje već više od dve decenije. Tokom dvehiljaditih godina, sve do krize suverenog duga EU, postepeno je opadalo učešće dolara, a raslo je učešće evra u globalnim deviznim rezervama. Izgledalo je da će evro biti, u određenoj meri, „naslednik“ dolara. Međutim, nakon toga, od 2010 godine, uz nastavak opadanja učešća dolara, postepeno se smanjuje i učešće evra u deviznim rezervama. Uočava se i da postepeno raste učešće kineskog juana u istom periodu. Dodatno raste i tražnja za zlatom, posebno od 2021. godine i centralne banke sve više kupuju zlato u funkciji svojih deviznih rezervi (Slika 4.). Kineski juan, postepeno dobija na značaju kako u deviznim transakcijama (Slika 5), tako i u deviznim rezervama, ali i kao sredstvo međunarodnih plaćanja.

Uspostavljanje alternativnog sistema za komunikaciju banaka, tj. alternative za SWIFT, je važna komponenta dedolarizacije. U tom domenu već godinama unazad postoje određeni pomaci.

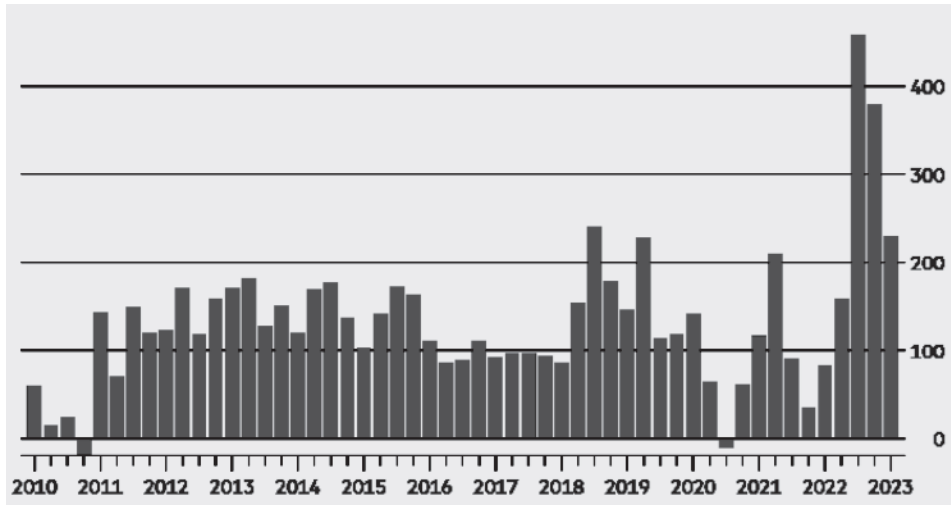
Kina je još 2015. godine razvila svoj “Cross-Border Interbank Payment System” (CIPS). Ovaj sistem nije samo zamena za SWIFT, već i za CHIPS jer predstavlja kompletni sistem za plaćanja uključujući i kliring i saldiranje. Ovaj sistem je još uvek u razvoju i delimično se oslanja na SWIFT, ali se može potencijalno i uspostaviti kao sasvim nezavisna platforma za plaćanja.

Slika 3. Valutna struktura globalnih deviznih rezervi (1999-2021) u %



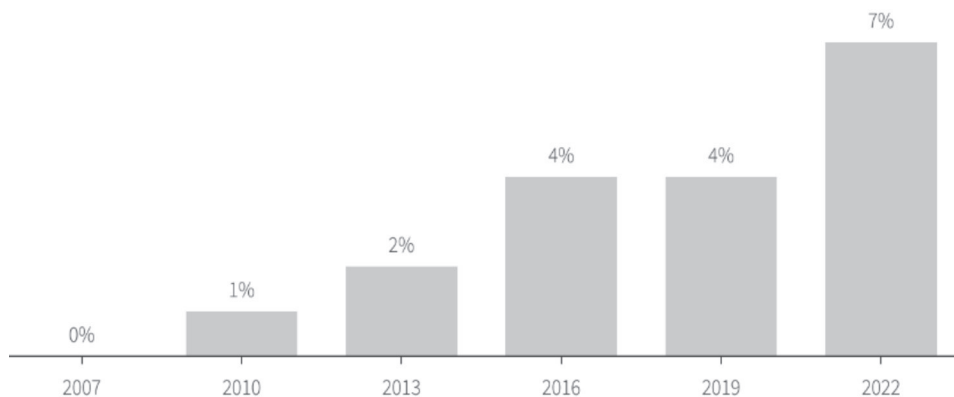
Izvor: MMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

Slika 4. Kupovine zlata od strane centralnih banaka (neto kupovine u tonama)



Izvor: Financial Times

Slika 5. Rast učešća Kineskog juana u globalnim deviznim transakcijama



Izvor: BIS Triennial Central Bank Survey

Rusija je po ugledu na SWIFT razvila svoj „Sistem for Transfer of Financial Messages“ (SPFS). Uglavnom je ograničen na domaće banke, ali su se od skora u njega uključile i neke inostrane banke čime se njegova funkcionalnost postepeno razvija i za prekogranična plaćanja.

Indija je razvila svoj „Unified Payments Interface“ (UPI). Ovaj sistem koristi dvadesetpet aplikacija za plaćanje, a među njima su i Google Pay i WattsUp Pay.

Francuska, Velika Britanija i Nemačka razvile su „Instrument in Support in Trade Exchanges“ (INSTEX) 2019. Godine. Ovaj sistem je bio evropski odgovor na ponovno uvođenja sankcija prema Iranu od strane SAD 2018. godine, i trebalo je da omogući zemljama EU da poštuju svoje ugovorne obaveze prema Iranu na osnovu Bečkog nuklearnog

sporazuma³² i da se omogući evropskim kompanijama da normalno posluju sa Iranom u skladu sa Bečkim sporazumom iz 2015. INSTEX je korišćen samo za jednu transakciju 2020. i nakon toga je prestao sa radom 2023. godine.

BIS banka je razvila mBridge u saradnji sa Hong Kongom, Kinom, Tajlandom i UAE. Baziran je na *block chain* tehnologiji i koristi digitalne valute centralnih banaka (CBDC). Omogućava plaćanje u različitim valutama. Oktobra 2024 BIS je izašao iz ovog projekta i prepustio ga partnerskim institucijama³³.

Uspostavljanje alternativnog sistema za kliring i saldiranje međunarodnih transakcija (alternativa za CHIPS) je, takođe, važno pitanje u kontekstu dedolarizacije. Pojedini sistemi koji imaju ambiciju da zamene SWIFT, uključuju i alternativu za CHIPS. Ovo je slučaj sa kineskim CIPS sistemom, ali i sa mBridge sistemom. Kliring i saldiranje na alternativan način u odnosu na CHIPS moguće je, teorijski, ostvariti i korišćenjem pojedinačnih digitalnih valuta centralnih banaka (CBDC). Ovi sistemi bi trebalo da se zasnivaju na platnom sistemu pri centralnoj banci i mogućnosti da i fizička i pravna lica, ali i potencijalno nerezidenti, otvaranjem računa pri centralnoj banci otvore mogućnost za direktno plaćanje tj. kliring i saldiranje. Ovakav sistem ima potencijal da ima niske transakcione troškove, brzo izvršenje, ali i mogućnost upotrebe za međunarodna plaćanja. Ipak, ovakav sistem otvara pitanje privatnosti, tj. pristupu i čuvanju informacija o računima i plaćanjima.

Razvijanje finansijskog tržišta za valute koje predstavljaju alternativu dolaru je važna komponenta ukupnog procesa dedolarizacije. Ovo stoga, što je potrebno stvoriti mogućnost da čuvanje rezervi bude u sigurnoj, likvidnoj i, po mogućstvu, prinornoj formi. Istovremeno finansijsko tržište bi trebalo da omogući i pristup instrumentima za upravljanje valutnim rizikom. U ovom domenu realni rezultat postoji u postepenom razvoju nacionalnih finansijskih sistema, pre svega Kine, ali i ostalih zemalja u razvoju. Ipak, za sada, ova važna funkcija, koja postoji u dolarskom sistemu, alternativno počiva na postojećim nacionalnim valutama i njihovim finansijskim tržištima, te u takvoj formi zapravo ne predstavlja suštinski napredak u odnosu na postojeći dolarski sistem.

Razvojem dedolarizacije, svetski monetarni i finansijski sistem može se kretati u više pravaca.

Pre svega, moguće je da jednu nacionalnu valutu (dolar) zameni druga nacionalna valuta (npr. juan) u funkciji svetskog novca. To bi svakako teško bilo nazvati nekim napretkom jer bi najveći deo problema i kritika vezanih za dolar ostali, ali sada bi, po svojoj prilici, bili usmereni prema drugoj nacionalnoj valuti. Ova alternativa iako delimično ima smisla zbog dominantne ekonomske i industrijske snage Kine³⁴, i kineskog finansijskog tržišta koje se razvija, nije nešto što bi lako prihvatile druge zemlje u razvoju, pa ni druge članice BRICSa. I sama Kina, nije zagovornik ideje da juan zameni dolar kao novi monetarni hegemon. Kina već godinama unazad razvija mehanizme za veće korišćenje juana u međunarodnim plaćanjima (otvaranje svop aranžmana između centralne banke Kine i centralnih banaka

32 Joint Comprehensive Plan of Action (JCPOA).

33 https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbbc_bridge.htm

34 Jer veliki broj zemalja kupuje različite proizvode i usluge od Kine i, stoga, ima razloga da kupuje i čuva i juane.

drugih zemalja u razvoju) ali je to više u funkciji diversifikacije plaćanja i korišćenja lokalnih valuta (kupca ili prodavca), a ne radi uspostavljanja nove svetske dominacije neke druge nacionalne valute, tj. juana. Otuda je ovakav razvoj događaja manje verovatan nego što se na prvi pogled može pretpostaviti.

Druga mogućnost o kojoj se često govorilo poslednjih godina je stvaranje BRICS zajedničke valute. Ova opcija, nakon razumevanja svih problema oko uvođenja evra u EU je, takođe, malo verovatna. Zemlje BRICS su vrlo različite, geografski udaljene i bez realnih izgleda u vezi fiskalne integracije. Otuda je formiranje zajedničke BRICS valute, po svojoj prilici, nerealno. Danas je teško uočiti da se u kontekstu diskusije o alternativnoj BRICS valuti realno razmatra zajednička valuta BRICS zemalja.

Treća mogućnost je da se postojeća SPV transformišu u obračunsko sredstvo za međunarodna plaćanja. Iako bi ovakvo rešenje moglo da predstavlja prirodnu evoluciju postojećeg sistema, malo je verovatno da se ostvari potreban politički konsenzus u vezi ovakvog projekta zemalja čije valute ulaze u sastav SPV, a ovde se pre svega misli na SAD i Kinu. Dodatni problem za ovu ideju bi moglo da predstavlja trenutno odsustvo valute Indije i Rusije u SPV.

Četvrta mogućnosti bi mogla biti stvaranje obračunskog sredstva BRICS zemalja pri čemu bi to obračunsko sredstvo moglo biti vezano za vrednost pojedinih cenovno stabilnih i važnih roba sa međunarodnih tržišta³⁵. Ovakva obračunska međunarodna valuta bi mogla služiti za kliring i saldiranje i određivanje individualnih deviznih kurseva valuta drugih zemalja.

Korak dalje bi bila mogućnost stvaranja svetskog novca, slično modelu kejnsovog Bankora, koji bi mogao imati nezavisnu emisionu instituciju koja bi bila istovremeno i institucija za kliring i saldiranje. Takva institucija bi mogla potencijalno da uspostavi i neke mehanizme podsticaja za postizanje ravnoteže u bilansima plaćanja zemalja učesnica u ovom sistemu. Naravno, ovakav model bi zahtevao i rešavanje pitanja položaja i odlučivanja u takvoj instituciji što je teško očekivati kao lako rešivo pitanje u uslovima međunarodnih zategnutosti i pritisaka.

Konačno i najjednostavnije, je ono što se već primenjuje. Naime, nacionalne valute se sve više koriste kao instrumenti međunarodnih plaćanja među zemljama u razvoju. Rusija i Kina su u svojoj stalno rastućoj trgovini već gotovo u potpunosti isključile dolar. Slični su trendovi i u trgovanju među drugim zemljama u razvoju. Ovo jačanje uloge nacionalnih valuta u međunarodnim plaćanjima, uz diversifikaciju deviznih rezervi i veće kupovanje zlata predstavlja prirodan prvi korak u globalnoj dedolarizaciji i razvoju alternativnog finansijskog i monetarnog modela. Mogući naredni korak bi moglo biti stvaranje obračunskog novca BRICS koji bi pre svega služio za kliring i saldiranje. Konačno, u nekoj naprednijoj situaciji podignutog nivoa saradnje i poverenja na međunarodnom planu, moglo bi se ići i korak napred u pravcu formiranja svetskog novca i svetske centralne banke, ali je put do toga još dug. U razvoju ovog novog sistema otvara se mogućnost primene visoke tehnologije, digitalnih valuta i efikasnih i troškovno superiornih modela transfer novca i međunarodna plaćanja koji bi u odnosu na postojeći sistem mogli predstavljati i bitan

35 Za razliku od SPV čija vrednost proističe iz vrednosti valuta u njihovom sastavu.

tehnološki iskorak. Istovremeno, mogao bi se pokušati stvoriti i efikasniji model čuvanja deviznih rezervi u finansijskim instrumentima koji bi prikupljena sredstva mogli vratiti zemljama u razvoju i usmeriti ih u investicije.

6. MOGUĆE POSLEDICE DEDOLARIZACIJE

Šta bi mogle biti posledice ubrzanja procesa dedolarizacije? Drugim rečima, šta bi se desilo da dođe do bržeg povlačenja ostatka Sveta iz državnih obveznica SAD i bankarskih depozita denominiranih u dolarima? Šta ako se uspostavi kvalitetna alternativa SWIFTu i CHIPSu od strane zemalja u razvoju? Šta ako se nafta, gas i drugi energenti, minerali i poljoprivredni proizvodi i druge robe i usluge prestanu da kotiraju, fakturišu i plaćaju u dolarima?

Prva, i glavna, posledica bi bila inflacioni i recesioni pritisci u SAD. Neposredna posledica dedolarizacije bi bila gubitak vrednosti dolara i pad cena instrumenata denominiranih u dolarima (američkih obveznica i drugih finansijskih instrumenata). Ovo bi istovremeno značilo i, verovatno značajno, poskupljivanje finansiranja fiskalnog deficita SAD, ali i smanjivanje značaja finansijskog sistema SAD kako unutar američke privrede tako i u odnosu na druge finansijske centre u Svetu. Pojavio bi se značajan „višak“ dolara koji bi se iz okruženja gde gubi kupovnu snagu ili nije prihvaćen - ostatak Sveta, uputio u ambijent gde je i dalje prihvaćen za plaćanje roba, usluga i finansijskih instrumenata – dakle u SAD. I pad vrednosti dolara (kroz *pass-through* efekat kanala deviznog kursa) i priliv dolara u SAD (kroz *de facto* monetarnu ekspanziju) imali bi inflatorni efekat u Americi. Smanjio bi se i dotok roba i usluga iz inostranstva u SAD zbog gubitka vrednosti dolara, što bi, kroz ukupno smanjenje ponude, takođe moglo imati inflatorne posledice. Istovremeno, pristigli višak likvidnosti u dolarima u SAD bi se mogao povući („usisati“) jedino emitovanjem obveznica SAD i oporezivanjem. Dakle, rast poreskih stopa i podizanje kamatnih stopa bile bi očekivane iznuđene reakcije američke ekonomske politike za povlačenje uvećane dolarske likvidnosti nastale „povratkom“ dolara u SAD. Treba imati u vidu da bi pritisak na podizanje kamatnih stopa bio višestruk: kao direktna posledica pada cena državnih obveznica, zatim od potrebe podizanja kamatnih stopa radi povlačenja iz inostranstva pristiglog viška likvidnosti (radi sprečavanja buduće inflacije), ali i zbog rastuće tekuće inflacije (zbog pada vrednosti dolara i smanjenog uvoza). Ukratko, Amerika bi, po svoj prilici, ušla u period porasta inflacije uz iznuđene reakcije u pravcu restriktivne fiskalne i naročito restriktivne monetarne politike – dakle u period stagflacije. Nakon „prilagodavanja“ i stabilizacije, u novim uslovima manje vrednosti dolara i nižih realnih dohodaka u SAD, američka privreda bi mogla postepeno da povрати svoju međunarodnu konkurentnost i da se postepeno vrati na putanju privrednog rasta.

Drugi efekti dedolarizacije uglavnom proističu iz uočenih nedostataka dolarizacije. Naime, jedan deo sredstava zemalja u razvoju bi se mogao osloboditi iz držanja u američkim obveznicama i usmeriti na investicije i druge (nedolarske) instrumente i razvoj. Prestala bi mogućnost „veponizacije“ dolara radi ostvarenja unilateralnih ili grupnih međunarodnih političkih pritisaka. Međunarodna plaćanja bi se odvijala verovatno uz niže transakcione troškove, ali izvesno bez provizija za kliring i saldiranje koje su ostvarivale američke banke u uslovima dolarizacije. Praktično, sve navedene privilegije prodaje po visokoj

ceni (*privileĝe exorbitant*) koje su uočili francuski političari još sredinom 60-ih godina bi prestali da postoje.

Ukratko, nakon moguće dedolarizacije, Američka privreda bi postepeno mogla da povrati svoju konkurentnost i da zauzme i dalje značajno mesto u svetskoj privredi koje joj realno pripada i bez dolarske dominacije kao svetskog novca.

Da li će se dedolarizacija desiti na ubrzani način je, međutim, sasvim otvoreno pitanje. Ona je kao dugoročni proces nesporna, ali je njen bitan napredak u kratkom roku neizvestan. Inercija relativno efikasnog korišćenja i razvijeni mehanizmi dolarskog sistema čine ga i dalje praktičnim i poželjnim za većinu zemalja Sveta. Ne treba, međutim, zanemariti reči Rudigera Dornbuša: „U ekonomiji, stvarima treba duže vremena da se dese nego što se očekuje, a onda se dese brže nego što se očekuje da je moguće³⁶.

LITERATURA

- Arslanalp, Serkan, Barry Eichengreen i Chima Simpson-Bell, (2022), „The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies“, *International Monetary Fund WP/22/58*, IMF.
- Bordo, Michael D. Owen F. Humpage, and Anna J. Schwartz, (2011), „U.S. Intervention during the Bretton Wood Era: 1962–1973“, *Federal Reserve Bank of Cleveland WP 11-08*, April 2011.
- Bernstein, Edward (1984), „Reflections on Bretton Woods.” In *The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods*, 15-20. Boston: Federal Reserve Bank of Boston, May 1984.
- Breitenlechner, Max, Georgios Georgiadis, Ben Schumann (2021), „What goes around comes around: how large are spillbacks from US monetary policy?“ *Working Paper Series, No 2613* / November 2021, European Central Bank.
- Carney Mark, (2019), „The Growing Challenges for Monetary Policy in the current International Monetary and Financial System”, Jackson Hole Symposium, 23. avgust 2019, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2019/the-growing-challenges-for-monetary-policy-speech-by-mark-carney.pdf>
- Caldara, Dario, Francesco Ferrante, and Albert Queralto (2022). „International Spillovers of Tighter Monetary Policy,” *FEDS Notes*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, December 22, 2022, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3238>.
- Curcuru, Stephanie E., Michiel De Pooter, and George Eckerd (2018). „Measuring Monetary Policy Spillovers between U.S. and German Bond Yields,” *International Finance Discussion Papers 1226*. <https://doi.org/10.17016/IFDP.2018.1226>
- Koosakul, Jakree, Longmei Zhang, and Maryam Zia (2024), „Geopolitical Proximity and the Use of Global Currencies”, *International Monetary Fund WP/24/189*, IMF.
- Li, Yuefen, (2023), „Trends, reasons and prospects of de-dollarization“, South Centre, Geneva. <https://www.southcentre.int/trends-reasons-and-prospects-of-de-dollarization-august-2023/>
- Meltzer, Allan H. (1991), „U.S. Policy in the Bretton Woods Era,” Federal Reserve Bank of St. Louis, *Economic Review*, May/June, pp. 54-83.

36 Carney Mark, (2019) s.5, (prevod autora).

- Jérôme Sgard, (2023), *The Debt Crisis of the 1980s: Law and Political Economy*, Edward Elgar Publishing Limited.
- Triffin, Robert. (1959) „By the Way of Introduction (Statement to the Joint Economic Committee of the 87th Congress (Washington, 28 October 1959)); The International Monetary Position and Policy of the United States”. *Gold and the Dollar Crisis; The Future of Convertibility*. New Haven: Yale University Press. pp. 3–14.
- Triffin, Robert. (1960). *Gold and the Dollar Crisis, The Future of Convertibility*. New Haven, Conn: Yale University Press.
- United Nations (2009), „Recommendations by the Commission of Experts of the President of the General Assembly on reforms of the international monetary and financial system” (20 March 2009), <https://digitallibrary.un.org/record/653789?ln=en&v=pdf>.
- Wong, Andrea (2016), „The untold story behind Saudi Arabia’s 41-year secret debt”, <https://www.independent.co.uk/news/business/news/the-untold-story-behind-saudi-arabia-s-41year-us-debt-secret-a7059041.html>
- Zhou Xiaochuan (2009). „Reform the International Monetary System”. *BIS Review*. Bank of International Settlements.