

Ana Odorović, master*

Eichengreen, Barry, Arnaud Mehl, Livia Chitu. 2017. *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*. Princeton – Oxford: Princeton University Press, 272.

Ekonomska analiza mreža (*network economics*) predstavlja sve važniju granu ekonomske nauke koja nudi konzistentno objašnjenje zbog čega najveća preduzeća današnjice imaju tendenciju da postanu sve veća i zašto potrošače odlikuje tendencija da održe *status quo* kada su u pitanju prvobitni izbori. Pojam „prednost prvog koji uđe“ (*first mover advantage*) dobija sasvim novo značenje u kontekstu snažnog konkurentskog pritiska inherentnog tehnološkim preduzećima koja u trci za inovacije upravo vide priliku da privlačenjem prvih korisnika stvore dodatnu vrednost za sve buduće korisnike. Ekonomija mreža, međutim, ima važne implikacije i za neka sasvim drugačija pitanja i vremenski kontekst, kako to nastoje da pokažu ekonomski istoričari Ejhengrin, Mel i Čitu u svojoj poslednjoj knjizi.

Istorija svetskih valuta, monetarna dominacija Velike Britanije, a zatim Sjedinjenih Američkih Država, fenomeni su koje je takođe moguće analizirati u svetlu mrežnih efekata i ograničenja koja proizilaze iz „otvorenih sistema“, koji su prvi put opisani u kontekstu tehnoloških standarda. Prema mišljenju autora, da bi se dao odgovor na pitanje da li valuta određene zemlje može da nastavi da dominira međunarodnim finansijama i onda kada je privreda te zemlje izgubila primat u svetskim razmerama, primereno je poređenje svetskih valuta i savremenih kompjuterskih operativnih sistema. Oslanjajući se na zanimljivu kombinaciju istorijskog narativa i ekonometrijskih istraživanja, autori nastoje da pokažu da dominacija samo jedne valute nije datost u istorijskim okvirima, kako se to često pretpostavlja. Naprotiv, postojali su periodi kada su dve ili više valuta snažno konkurisale jedna drugoj u svojim različitim ulogama: kao devizne rezerve, sredstvo plaćanja u međunarodnim transakcijama i valute u kojima su nominovane hartije od vrednosti. Važnost tog pitanja leži

* Autorka je asistent Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu, ana.odorovic@ius.bg.ac.rs.

u predviđanju kakvi su izgledi da u dogledno vreme neka nova valuta, u prvom redu kineski renminbi, preuzme dominaciju u međunarodnim finansijama i kakve bi bile posledice takve tranzicije.

Izvorna ideja autora je da sučele dva gledišta na prirodu veze između privrednog vođstva jedne zemlje i dominacije njene valute u međunarodnim finansijama. Starije, tradicionalno gledište, koje autori nastoje da opovrgnu u nastavku knjige, jeste da privredna i monetarna prevlast uvek idu zajedno, iako pozicija dominante valute može da se održi i neko vreme nakon što je ta zemlja izgubila položaj vodeće privredne sile. Ekonomski modeli koji potkrepljuju to viđenje zasnivaju se na mrežnim efektima koje uživa valuta one zemlje koja je u datom istorijskom trenutku imala razvijenije trgovinske odnose u odnosu na konkurente. Mrežni efekti podrazumevaju da je u međunarodnim transakcijama isplativije koristiti onu valutu koju svi drugi već koriste. Za izvoznike, kao i za izdavaoce dužničkih instrumenata, nominacija u dominantnoj valuti znači jednostavnije upoređivanje cena i prinosa za potencijalne kupce; za strane investitore koji odlučuju o mestu plasiranja svoje štednje finansijska tržišta zemlje sa dominantnom valutom nude veću likvidnost; a slično rezonuju i centralne banke prilikom formiranja deviznih rezervi. U krajnjoj liniji, tradicionalna teorija predviđa da mrežni efekti dovode do efekta „zaključavanja“. Reč je o tome da čak i valuta zemlje koja je izgubila položaj vodeće privrede ostaje još neko vreme najvažnija valuta u međunarodnim finansijama, osim ukoliko se ne dogodi svojevrstan šok ili koordinacija tržišnih učesnika u pogledu prelaska na novu valutu. Prema tradicionalnom gledištu, u međunarodnim finansijama nema mesta za dve ili više valuta koje služe kao sredstvo međunarodne razmene, mera i čuvar vrednosti.

Nasuprot tome, novo gledište, koje autori kasnije potkrepljuju istorijskim i ekonometrijskim nalazima, dozvoljava koegzistenciju dve ili više valuta koja ublažava inerciju i otpornost vodeće valute. Teorijsko objašnjenje, nevešto izloženo u tek nekoliko pasusa, leži u smanjivanju troškova promene dominantne valute. Devizna tržišta su, prema mišljenju autora, vremenom razvila „tehnologiju“ koja omogućava da se inkompatibilnosti između sistema zasnovanih na različitim valutama ublaže. Na sličan način kao što su programi koji su se koristili isključivo na Mek (eng. *Mac*) i Pi-si (eng. *PC*) računarima vremenom upodobili upotrebi u oba sistema, tako i savremena devizna tržišta omogućavaju niže troškove razmene informacija, transakcija i koordinacije učesnika na tržištu. Stoga autori smatraju da je danas neodrživ argument pobornika tradicionalnog gledišta da prednosti dominantne valute, koje se ogledaju u likvidnosti i niskim transakcionim troškovima, predstavljaju nepremostivu barijeru ulasku novih valuta.

U svojoj argumentaciji, autori polaze od porekla deviznih rezervi koje su nastale na osnovu upotrebe menica u međunarodnoj trgovini.

Trgovac koji je želeo nešto da plati u stranoj zemlji obratio bi se banci u svojoj zemlji sa zahtevom da mu izda menicu koju će kasnije podneti stranoj banci, a koja mu zauzvrat stavlja na raspolaganje odgovarajući iznos strane valute. To je podrazumevalo da banka izdavalac menice poseduje depozit u stranoj banci ili da uživa reputaciju da je kreditno sposobna, što je u uslovima asimetrije informacija dovelo do koncentracije finansijske moći u malom broju finansijskih centara. Vremenom se praksa komercijalnih banaka da drže stranu valutu proširila na vlade, odnosno države kojima su strane valute omogućavale da servisiraju svoj dug. Slično, centralne banke su svoje rezerve uz zlato držale u stranoj valuti ili finansijskim instrumentima nominovanim u stranoj valuti lako zamenljivoj za zlato. Krajem XIX i početkom XX veka ta valuta bila je funta sterlinga. Dominaciju funte sterlinga je, prema mišljenju autora, moguće objasniti određenim svojstvima te valute koja su jednako važna za razumevanje uloge dolara danas: funta sterlinga je uživala ugled stabilne valute – zamenljive za zlato po fiksnoj ceni; tržište hartija od vrednosti nominovanih u funtama bilo je likvidno zahvaljujući razgranatim trgovačkim vezama Velike Britanije toga vremena i Banka Engleske, britanska centralna banka, služila je kao dodatni izvor likvidnosti zahvaljujući praksi da slabo likvidne instrumente otkupljuje uz diskont. Ipak, kako naglašavaju autori, funta nije jedina valuta toga vremena koja je uživala ulogu međunarodne valute. Naprotiv, francuski franak i nemačka marka su joj u tome snažno konkurisale, iako su njihovi udeli bili nešto manji.

U narednim poglavljima autori nastoje da pokažu da u periodu između dva svetska rata, koji se, prema tradicionalnom shvatanju, isključivo vezuju za dominaciju funte sterlinga, američki dolar snažno ojačao i čak u nekim ulogama međunarodne valute uzeo primat nad funtom. Iako su SAD prestige Veliku Britaniju u veličini privrede i pre Prvog svetskog rata, jačanje dolara je u tom periodu, prema mišljenju autora, bilo ograničeno pravnim preprekama – zabranom američkim bankama da izdaju međunarodne menice i otvaraju filijale u inostranstvu, kao i nepostojanjem centralne banke koja bi potpomogla razvoj sekundarnog tržišta za finansijske instrumente nominovane u dolarima. Kada su te prepreke otklonjene i kada su osnovane Federalne rezerve, centralna banka SAD, dolar je pretekao funtu u pogledu deviznih rezervi stranih centralnih banaka već sredinom dvadesetih godina prošlog veka, uz značajna kolebanja tridesetih godina. Slično, dvadesete godine je obeležila uporedna upotreba funte i dolara u nominaciji međunarodnih menica koje su imale ključnu ulogu u obezbeđivanju trgovinskih kredita. Konačno, unipolarni sistem je napušten i u pogledu nominacije obveznica u istom periodu, ako se izuzmu zemlje Komonvelta (eng. *Commonwealth*).

U periodu nakon Drugog svetskog rata, odnosi dveju valuta su postali značajno složeniji, uz ponovno vođstvo funte u delu deviznih rezervi centralnih banaka neposredno posle rata. Već pedesetih godina se

njihovi udeli izjednačavaju, da bi se u narednom periodu dogodila snažna ekspanzija dolara na račun funte. U centralnom i najvažnijem delu knjige, autori izlažu svoje empirijsko istraživanje o faktorima koji određuju udeo valuta u deviznim rezervama stranih centralnih banaka. Koristeći novu bazu podataka sa dugim vremenskim serijama (od Drugog svetskog rata do 2010. godine), oni nastoje da kvantifikuju dva efekta koja čine osnov starog (tradicionalnog) gledišta na dominaciju međunarodnih valuta – mrežni efekat i efekat inercije¹, i efekat kredibiliteta valute iskazanog kroz indikator kolebljivosti vrednosti valute u posmatranom periodu. Rezultati pokazuju da sve tri objašnjavajuće promenljive imaju statistički značajan uticaj na udeo valute u deviznim rezervama, s tim što je njihovo relativno dejstvo bilo različito pre i posle urušavanja bretonvudskog sistema (eng. *Breton Woods*)². Nakon 1973. godine, inercija i kredibilitet valute dobile su veću eksplanatornu moć, za razliku od mrežnog efekta koji slabi, što autori objašnjavaju nižim troškovima koordinacije tržišnih učesnika u vezi sa promenom dominantne valute. Čini se iznenađujuće to što se dva povezana efekta – efekat inercije i mrežni efekat, ponašaju drugačije u posmatranom periodu – jedan jača, a drugi slabi primat do tada dominantne valute.

Na kraju, autori u tri studije slučajeva nastoje da pokažu kakva je perspektiva japanskog jena, kineskog renminbija ili evra da konkurišu dolaru i postanu nova dominantna valuta u budućnosti. Kada je u pitanju japanski jen, autori vešto ilustruju da je taj „brod već otplovio“, budući da je jen iskusio periode snažne ekspanzije i povlačenja, što autori pripisuju kasnoj liberalizaciji finansijskih tržišta. Kolebljivost ekonomske politike Japana u internacionalizaciji jena dovela je do toga da ona ostane bez rezultata u svetlu velike krize koja je nastupila neposredno nakon prvih koraka ka liberalizaciji. Nasuprot tome, evro se ustalio kao druga najvažnija međunarodna valuta, sa udelom u deviznim rezervama odmah iza dolara. Pri razmatranju evra kao potencijalno dominantne valute u budućnosti, autori daleko više pažnje posvećuju normativnom pitanju šta bi veća internacionalizacija donela evrozoni u odnosu na pozitivno pitanje koji to

¹ U osnovi, efekat inercije, kojim treba da se objasni zašto valuta određene zemlje nastavlja da dominira i kada dođe do promena u relativnoj veličini privreda dve zemlje sa konkurentnim valutama, u sebi obuhvata i mrežni efekat. Razlozi za inerciju u držanju valute, osim mrežnog efekta, jesu, na primer, visoki troškovi pribavljanja nove valute u odgovarajućem obimu ili efekat navika (2017, 122).

² Bretonvudski sistem je dogovor između 44 zemlje kojim je 1944. godine uspostavljen novi monetarni sistem. Njime je utvrđen paritet dolara u odnosu na zlato, a svaka država je trebalo da utvrdi fiksni devizni kurs svoje valute u odnosu na dolar. Bretonvudski sporazum je urušen nakon što je predsednik SAD Ričard Nikson proglasio privremenu suspenziju zamene dolara za zlato 1971. godine, kao rezultat rasta pritiska na paritet dolara u odnosu na zlato. Nakon neuspešnog pokušaja da se ponovno uspostavi sistem fiksnih deviznih kurseva, vodeće svetske valute su, 1973. godine, počele slobodno da fluktuiraju jedna u odnosu na drugu (sistem fleksibilnih deviznih kurseva).

institucionalni faktori sprečavaju da evro to *de facto* postane. Konačno, kineski slučaj je jedinstven po tome što renminbi već predstavlja drugu najvažniju valutu u međunarodnoj trgovini, što je povezano sa snažnim trgovinskim vezama Kine kao najvećeg izvoznika na svetu. U ostalim ulogama međunarodne valute, udeo renminbija je zanemarljiv imajući u vidu veličinu kineske privrede. Razmatrajući najskorije institucionalne promene u pravcu veće internacionalizacije kineske valute, autori zaključuju da je ključna prepreka u obezbeđivanju dominacije renminbija u budućnosti nedemokratski karakter političkog sistema koji podriva poverenje investitora.

Prvi utisak o knjizi je njena čitljivost, sistematičnost izlaganja i koherentnost argumentacije o relativizaciji mrežnih efekata koji dovode do toga da jedna valuta bude dominantna u različitim sferama međunarodnih finansija. Njen doprinos je, kako i sami autori navode, u novoj bazi podataka koju su brižljivo prikupili iz arhiva centralnih banaka i drugih institucija, u kojima su pronađeni mnogi neobjavljeni izvori.

Ipak, teorijsko obrazloženje empirijskih nalaza zaslužilo je daleko više pažnje. Čitalac će ostati uskraćen za odgovor koje to tehnologije savremenih deviznih tržišta omogućavaju koordinaciju tržišnih učesnika, što je preduslov za promenu dominantne valute prema tradicionalnom shvatanju. Činjenica da oni sada lakše međusobno komuniciraju ne umanjuje osnovni izvor transakcionih troškova koordinacije, a to su veliki broj i heterogenost tržišnih učesnika. Osim toga, autori uopšte ne razmatraju neke druge važne nalaze ekonomije mreža, koji se čine ko podobnijim objašnjenjem istovremenog korišćenja dve ili više valuta, poput onog o diferencijaciji sistema (platformi) sa mrežnim efektima. U kontekstu međunarodnih valuta, diferencijacija bi značila da različite valute nose sa sobom različit rizik, koji je moguće izraziti kao premiju na rizik. Pojedine centralne banke, investitori i uvoznici spremni su da prihvate valutu čija je vrednost kolebljivija i manje likvidnu valutu ili finansijski instrument ukoliko su na odgovarajući način kompenzovani za rizik kojem se izlažu, na isti način kao i kada je reč o kreditnom i drugim rizicima. Stoga bi alternativno teorijsko objašnjenje empirijskih nalaza u ovoj knjizi bile različite preferencije tržišnih učesnika u pogledu odnosa prinosa i rizika koje umanjuju značaj mrežnih efekata.

Na empirijskom planu knjizi se može zameriti to što se analiza perioda posle Drugog svetskog rata ograničava na poređenje deviznih rezervi u funtama i dolarima, dok se druge uloge međunarodne valute – nominacija finansijskih instrumenata i međunarodna trgovina uopšte ne razmatraju, iako su prethodno sistematično analizirane u periodu pre Drugog svetskog rata. Autori, čini se takođe neopravdano, zanemaruju pitanje nastanka i urušavanja sistema Breton Vuds, koji je institucionalizovao dominaciju dolara u periodu nakon Drugog svetskog rata. Empirijski nalaz autora da efekat urušavanja sistema Breton Vuds na atraktivnost

dolara kao rezervne valute „nije toliko snažan kao što se uobičajeno pretpostavlja“ (2017, 128) izložen je bez detaljnijeg obrazloženja, pa je samim tim teško oceniti njegov domašaj. U vezi sa napuštanjem sistema Breton Vudsa, takođe je kontraintuitivan nalaz da efekat inercije jača, a mrežni efekat slabi posle uvođenja fleksibilnih deviznih kurseva, budući da je reč o povezanim efektima (ako ih je uopšte i moguće teorijski razdvojiti).

Za razmatranje dominantne valute u budućnosti, autorima je moguće uputiti nekoliko kritika. Sa stanovišta centralne banke izdavaoca, internacionalizacija valute nije uvek poželjna, što jasno pokazuje istorija nemačke marke i japanskog jena. Imajući u vidu taktičnost sa kojom kineska vlada pristupa internacionalizaciji renminbija, nije izvesno da će, nezavisno od tržišnih preduslova koje autori razmatraju, kineska vlada usvojiti mere koje su neophodne da se preokrene višedecenijska dominacija dolara. S tim u vezi, poređenje koristi i rizika koje internacionalizacija valute sobom nosi u knjizi je izloženo kratko i nepregledno, bez neophodne kontekstualizacije za svaku studiju slučajeva. Takođe, u knjizi nije obrađeno zanimljivo pitanje da li različite uloge koje jedna valuta može da ima u međunarodnim finansijama, a koje neretko, ali ne i uvek, idu zajedno, sobom nose različite posledice za zemlju izdavaoca. To je posebno relevantno u kineskom primeru koji jasno pokazuje da dominacija valute može da bude ograničena na samo jednu ulogu, poput međunarodne trgovine.

Kvalitet analize u studijama slučajeva dodatno je degradirao opšti utisak o knjizi. Umesto razmatranja da li evro ili renminbi imaju potencijal da postanu dominantne valute u budućnosti, čini se da je pravo pitanje zašto one to već nisu postale s obzirom na veličinu i stope rasta evropske i posebno kineske privrede u prethodnim decenijama. Makar metodološki, davanje odgovora na to pitanje moglo bi da ima daleko manje elemenata spekulacije u poređenju sa analizom u poslednjim poglavljima knjige. A ako se za trenutak zaustavimo na predviđanju budućnosti, a spekulacija nam nije strana, onda se sasvim izvesno nameće pitanje uloge kripto (digitalnih) valuta u međunarodnim razmerama i rastućeg optimizma tržišta koje, kako se čini, nema uporište u onim osobinama koje su centralne banke, trgovci i investitori tražili u valutama kojima su poklanjali poverenje u različitim istorijskih epohama. Stoga, ova knjiga ima važne implikacije za fenomen koji u poslovnim, naučnim i regulatornim krugovima polako prelazi iz sfere alternativnog u „mejnstrim“, iako o njemu u knjizi nije bilo reči.

Ovo nije velika knjiga, ali njen empirijski deo sigurno zavređuje nekoliko važnih publikacija u časopisima monetarne ekonomije. Razočaranje čitaoca bi verovatno izostalo da su se autori zaustavili na tome. Osim toga, knjiga je zanimljiva utoliko što podseća na moć generalizacije pojedinih ekonomskih ideja, njihovu transcendentnost kroz vreme i različite discipline.