

Ана Одоровић, мастер*

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

Економска анализа мрежа (*network economics*) представља све важнију грану економске науке која нуди конзистентно објашњење због чега највећа предузећа данашњице имају тенденцију да постану све већа и зашто потрошаче одликује тенденција да одрже *status quo* када су у питању првобитни избори. Појам „предност првог који уђе“ (*first mover advantage*) добија сасвим ново значење у контексту снажног конкурентског притиска инхерентног технолошким предузећима која у трци за иновације управо виде прилику да привлачењем првих корисника створе додатну вредност за све будуће кориснике. Економија мрежа, међутим, има важне импликације и за нека сасвим другачија питања и временски контекст, како то настоје да покажу економски историчари Ејхенгрин, Мел и Ћиту у својој последњој књизи.

Историја светских валута, монетарна доминација Велике Британије, а затим Сједињених Америчких Држава, феномени су које је такође могуће анализирати у светлу мрежних ефеката и ограничења која произилазе из „отворених система“, који су први пут описани у контексту технолошких стандарда. Према мишљењу аутора, да би се дао одговор на питање да ли валута одређене земље може да настави да доминира међународним финансијама и онда када је привреда те земље изгубила примат у светским размерама, примерено је поређење светских валута и савремених компјутерских оперативних система. Ослањајући се на занимљиву комбинацију историјског наратива и економетријских истраживања, аутори настоје да покажу да доминација само једне валуте није датост у историјским оквирима, како се то често претпоставља. Напротив, постојали су периоди када су две или више валута снажно конкурисале једна другој у

* Ауторка је асистент Правног факултета Универзитета у Београду, ana.odorovic@ius.bg.ac.rs.

својим различитим улогама: као девизне резерве, средство плаћања у међународним трансакцијама и валуте у којима су номиноване хартије од вредности. Важност тог питања лежи у предвиђању какви су изгледи да у догледно време нека нова валута, у првом реду кинески ренминби, преузме доминацију у међународним финансијама и какве би биле последице такве транзиције.

Изворна идеја аутора је да сучеле два гледишта на природу везе између привредног вођства једне земље и доминације њене валуте у међународним финансијама. Старије, традиционално гледиште, које аутори настоје да оповргну у наставку књиге, јесте да привредна и монетарна превласт увек иду заједно, иако позиција доминанте валуте може да се одржи и неко време након што је та земља изгубила положај водеће привредне силе. Економски модели који поткрепљују то виђење заснивају се на мрежним ефектима које ужива валута оне земље која је у датом историјском тренутку имала развијеније трговинске односе у односу на конкуренте. Мрежни ефекти подразумевају да је у међународним трансакцијама исплативије користити ону валуту коју сви други већ користе. За извознике, као и за издаваоце дужничких инструмената, номинација у доминантној валути значи једноставније упоређивање цена и приноса за потенцијалне купце; за стране инвеститоре који одлучују о месту пласирања своје штедње финансијска тржишта земље са доминантном валутом нуде већу ликвидност; а слично резонују и централне банке приликом формирања девизних резерви. У крајњој линији, традиционална теорија предвиђа да мрежни ефекти доводе до ефекта „закључавања“. Реч је о томе да чак и валута земље која је изгубила положај водеће привреде остаје још неко време најважнија валута у међународним финансијама, осим уколико се не догоди својеврстан шок или координација тржишних учесника у погледу преласка на нову валуту. Према традиционалном гледишту, у међународним финансијама нема места за две или више валута које служе као средство међународне размене, мера и чувар вредности.

Насупрот томе, ново гледиште, које аутори касније поткрепљују историјским и економетријским налазима, дозвољава коегзистенцију две или више валута која ублажава инерцију и отпорност водеће валуте. Теоријско објашњење, невешто изложено у тек неколико пасуса, лежи у смањивању трошкова промене доминантне валуте. Девизна тржишта су, према мишљењу аутора, временом развила „технолозију“ која омогућава да се инкомпатибилности између система заснованих на различитим валутама ублаже. На сличан начин као што су програми који су се користили искључиво на Мек (енг. *Mac*) и Пи-си (енг. *PC*) рачунарима временом уподобили употреби у оба система, тако и савремена девизна тржишта омогућавају ниже трошкове размене информација, трансакција и координације учесни-

ка на тржишту. Стога аутори сматрају да је данас неодржив аргумент поборника традиционалног гледишта да предности доминантне валуте, које се огледају у ликвидности и ниским трансакционим трошковима, представљају непремостиву баријеру уласку нових валута.

У својој аргументацији, аутори полазе од порекла девизних резерви које су настале на основу употребе меница у међународној трговини. Трговац који је желео нешто да плати у страниој земљи обратио би се банци у својој земљи са захтевом да му изда меницу коју ће касније поднети страниој банци, а која му заузврат ставља на располагање одговарајући износ стране валуте. То је подразумевало да банка издавалац менице поседује депозит у страниој банци или да ужива репутацију да је кредитно способна, што је у условима асиметрије информација довело до концентрације финансијске моћи у малом броју финансијских центара. Временом се пракса комерцијалних банака да држе страну валуту проширила на владе, односно државе којима су стране валуте омогућавале да сервисирају свој дуг. Слично, централне банке су своје резерве уз злато држале у страниој валути или финансијским инструментима номинираном у страниој валути лако заменивој за злато. Крајем XIX и почетком XX века та валута била је фунта стерлинга. Доминацију фунте стерлинга је, према мишљењу аутора, могуће објаснити одређеним својствима те валуте која су једнако важна за разумевање улоге долара данас: фунта стерлинга је уживала углед стабилне валуте – замениве за злато по фиксној цени; тржиште хартија од вредности номинираних у фунтама било је ликвидно захваљујући разгранатим трговачким везама Велике Британије тога времена и Банка Енглеске, британска централна банка, служила је као додатни извор ликвидности захваљујући пракси да слабо ликвидне инструменте откупљује уз дисконт. Ипак, како наглашавају аутори, фунта није једина валута тога времена која је уживала улогу међународне валуте. Напротив, француски франак и немачка марка су јој у томе снажно конкурисале, иако су њихови удели били нешто мањи.

У наредним поглављима аутори настоје да покажу да у периоду између два светска рата, који се, према традиционалном схватању, искључиво везују за доминацију фунте стерлинга, амерички долар снажно ојачао и чак у неким улогама међународне валуте узео примат над фунтом. Иако су САД престигле Велику Британију у величини привреде и пре Првог светског рата, јачање долара је у том периоду, према мишљењу аутора, било ограничено правним препрекама – забраном америчким банкама да издају међународне менице и отварају филијале у иностранству, као и непостојањем централне банке која би потпомогла развој секундарног тржишта за финансијске инструменте номиниране у доларима. Када су те препреке отклоњене и када

су основане Федералне резерве, централна банка САД, долар је пре-текао фунту у погледу девизних резерви страних централних банака већ средином двадесетих година прошлог века, уз значајна колебања тридесетих година. Слично, двадесете године је обележила упоредна употреба фунте и долара у номинацији међународних меница које су имале кључну улогу у обезбеђивању трговинских кредита. Коначно, униполарни систем је напуштен и у погледу номинације обвезница у истом периоду, ако се изузму земље Комонвелта (енг. *Commonwealth*).

У периоду након Другог светског рата, односи двеју валута су постали значајно сложенији, уз поновно вођство фунте у уделу девизних резерви централних банака непосредно после рата. Већ педесетих година се њихови удели изједначавају, да би се у наредном периоду догодила снажна експанзија долара на рачун фунте. У централном и најважнијем делу књиге, аутори излажу своје емпиријско истраживање о факторима који одређују удео валута у девизним резервама страних централних банака. Користећи нову базу података са дугим временским серијама (од Другог светског рата до 2010. године), они настоје да квантификују два ефекта која чине основ старог (традиционалног) гледишта на доминацију међународних валута – мрежни ефекат и ефекат инерције¹, и ефекат кредибилитета валуте исказаног кроз индикатор колебљивости вредности валуте у посматраном периоду. Резултати показују да све три објашњавајуће променљиве имају статистички значајан утицај на удео валуте у девизним резервама, с тим што је њихово релативно дејство било различито пре и после урушавања бретонвудског система (енг. *Breton Woods*)². Након 1973. године, инерција и кредибилитет валуте добиле су већу експланаторну моћ, за разлику од мрежног ефекта који слаби, што аутори објашњавају нижим трошковима координације тржишних учесника у вези са променом доминантне валуте. Чини се изненађујуће то што се два повезана ефекта – ефекат инерције и

¹ У основи, ефекат инерције, којим треба да се објасни зашто валута одређене земље наставља да доминира и када дође до промена у релативној величини привреда две земље са конкурентним валутама, у себи обухвата и мрежни ефекат. Разлози за инерцију у држању валуте, осим мрежног ефекта, јесу, на пример, високи трошкови прибављања нове валуте у одговарајућем обиму или ефекат навика (2017, 122).

² Бретонвудски систем је договор између 44 земље којим је 1944. године успостављен нови монетарни систем. Њиме је утврђен паритет долара у односу на злато, а свака држава је требало да утврди фиксни девизни курс своје валуте у односу на долар. Бретонвудски споразум је урушен након што је председник САД Ричард Никсон прогласио привремену суспензију замене долара за злато 1971. године, као резултат раста притиска на паритет долара у односу на злато. Након неуспешног покушаја да се поновно успостави систем фиксних девизних курсева, водеће светске валуте су, 1973. године, почеле слободно да флукутирају једна у односу на другу (систем флексибилних девизних курсева).

мрежни ефекат, понашају другачије у посматраном периоду – један јача, а други слаби примат до тада доминантне валуте.

На крају, аутори у три студије случајева настоје да покажу каква је перспектива јапанског јена, кинеског ренминбија или евра да конкуришу долару и постану нова доминантна валута у будућности. Када је у питању јапански јен, аутори вешто илуструју да је тај „брод већ отпловио“, будући да је јен искусио периоде снажне експанзије и повлачења, што аутори приписују касној либерализацији финансијских тржишта. Колебљивост економске политике Јапана у интернационализацији јена довела је до тога да она остане без резултата у светлу велике кризе која је наступила непосредно након првих корака ка либерализацији. Насупрот томе, евро се усталио као друга најважнија међународна валута, са уделом у девизним резервама одмах иза долара. При разматрању евра као потенцијално доминантне валуте у будућности, аутори далеко више пажње посвећују нормативном питању шта би већа интернационализација донела еврозони у односу на позитивно питање који то институционални фактори спречавају да евро то *de facto* постане. Коначно, кинески случај је јединствен по томе што ренминби већ представља другу најважнију валуту у међународној трговини, што је повезано са снажним трговинским везама Кине као највећег извозника на свету. У осталим улогама међународне валуте, удео ренминбија је занемарљив имајући у виду величину кинеске привреде. Разматрајући најскорије институционалне промене у правцу веће интернационализације кинеске валуте, аутори закључују да је кључна препрека у обезбеђивању доминације ренминбија у будућности недемократски карактер политичког система који подрива поверење инвеститора.

Први утисак о књизи је њена читљивост, систематичност излагања и кохерентност аргументације о релативизацији мрежних ефеката који доводе до тога да једна валута буде доминантна у различитим сферама међународних финансија. Њен допринос је, како и сами аутори наводе, у новој бази података коју су брижљиво прикупили из архива централних банака и других институција, у којима су пронађени многи необјављени извори.

Ипак, теоријско образложење емпиријских налаза заслужио је далеко више пажње. Читалац ће остати ускраћен за одговор које то технологије савремених девизних тржишта омогућавају координацију тржишних учесника, што је предуслов за промену доминантне валуте према традиционалном схватању. Чињеница да они сада лакше међусобно комуницирају не умањује основни извор трансакционих трошкова координације, а то су велики број и хетерогеност тржишних учесника. Осим тога, аутори уопште не разматрају неке друге важне налазе економије мрежа, који се чине

ко подобнијим објашњењем истовременог коришћења две или више валута, попут оног о диференцијацији система (платформи) са мрежним ефектима. У контексту међународних валута, диференцијација би значила да различите валуте носе са собом различит ризик, који је могуће изразити као премију на ризик. Поједине централне банке, инвеститори и увозници спремни су да прихвате валуту чија је вредност колебљивија и мање ликвидну валуту или финансијски инструмент уколико су на одговарајући начин компензовани за ризик којем се излажу, на исти начин као и када је реч о кредитном и другим ризицима. Стога би алтернативно теоријско објашњење емпиријских налаза у овој књизи биле различите преференције тржишних учесника у погледу односа приноса и ризика које умањују значај мрежних ефеката.

На емпиријском плану књизи се може замерити то што се анализа периода после Другог светског рата ограничава на поређење девизних резерви у фунтама и доларима, док се друге улоге међународне валуте – номинација финансијских инструмената и међународна трговина уопште не разматрају, иако су претходно систематично анализиране у периоду пре Другог светског рата. Аутори, чини се такође неоправдано, занемарују питање настанка и урушавања система Бретон Вудса, који је институционализовао доминацију долара у периоду након Другог светског рата. Емпиријски налаз аутора да ефекат урушавања система Бретон Вудса на атрактивност долара као резервне валуте „није толико снажан као што се уобичајено претпоставља“ (2017, 128) изложен је без подробнијег образложења, па је самим тим тешко оценити његов домашај. У вези са напуштањем система Бретон Вудса, такође је контраинтуитиван налаз да ефекат инерције јача, а мрежни ефекат слаби после увођења флексибилних девизних курсева, будући да је реч о повезаним ефектима (ако их је уопште и могуће теоријски раздвојити).

За разматрање доминантне валуте у будућности, ауторима је могуће упутити неколико критика. Са становишта централне банке издаваоца, интернационализација валуте није увек пожељна, што јасно показује историја немачке марке и јапанског јена. Имајући у виду тактичност са којом кинеска влада приступа интернационализацији ренминбија, није извесно да ће, независно од тржишних предуслова које аутори разматрају, кинеска влада усвојити мере које су неопходне да се преокрене вишедеценијска доминација долара. С тим у вези, поређење користи и ризика које интернационализација валуте собом носи у књизи је изложено кратко и непрегледно, без неопходне контекстуализације за сваку студија случајева. Такође, у књизи није обрађено занимљиво питање да ли различите улоге које једна валута може да има у међународним финансијама, а које неретко,

али не и увек, иду заједно, собом носе различите последице за земљу издаваоца. То је посебно релевантно у кинеском примеру који јасно показује да доминација валуте може да буде ограничена на само једну улогу, попут међународне трговине.

Квалитет анализе у студијама случајева додатно је деградирао општи утисак о књизи. Уместо разматрања да ли евро или ренмин-би имају потенцијал да постану доминантне валуте у будућности, чини се да је право питање зашто оне то већ нису постале с обзиром на величину и стопе раста европске и посебно кинеске привреде у претходним деценијама. Макар методолошки, давање одговора на то питање могло би да има далеко мање елемената спекулације у поређењу са анализом у последњим поглављима књиге. А ако се за тренутак зауставимо на предвиђању будућности, а спекулација нам није страна, онда се сасвим извесно намеће питање улоге крипто (дигиталних) валута у међународним размерама и растућег оптимизма тржишта које, како се чини, нема упориште у оним особинама које су централне банке, трговци и инвеститори тражили у валутама којима су поклањали поверење у различитим историјских епохама. Стога, ова књига има важне импликације за феномен који у пословним, научним и регулаторним круговима полако прелази из сфере алтернативног у „мејнстрим“, иако о њему у књизи није било речи.

Ово није велика књига, али њен емпиријски део сигурно завређује неколико важних публикација у часописима монетарне економије. Разочарање читаоца би вероватно изостало да су се аутори зауставили на томе. Осим тога, књига је занимљива утолико што подсећа на моћ генерализације појединих економских идеја, њихову трансцендентност кроз време и различите дисциплине.