

Važnost dolara kao svjetske valute

Significance of dollar as world currency

Sažetak

Predmet istraživanja rada jest važnost dolara kao svjetske valute. Analizira se kako je dolar postao svjetska valuta, koje su implikacije uloge dolara kao svjetske valute na gospodarstvo Sjedinjenih Američkih Država i ostale zemlje te kako su razne promjene u svjetskom gospodarstvu (globalna financijska kriza koja je počela 2007. godine, pojava i rast važnosti eura te potencijalni rast juana) utjecale na status dolara kao svjetske valute. U okviru teme rada promatra se povijesni kontekst, odnosno okruženje iz kojeg je dolar proizašao kao vodeća svjetska valuta, i ekonomski kontekst u kojem se ističu razlozi koji povezuju svjetske valute s gospodarstvom zemlje emitenta te utjecaj na ostale zemlje. Analizira se i utjecaj globalne financijske krize na dolar, trenutačno stanje te buduće perspektive. Ubrzani rast zemalja u razvoju te porast važnosti eura i juana u međunarodnim plaćanjima predstavljaju izazove dolaru u bliskoj budućnosti kada se očekuje sustav s nekoliko svjetskih valuta umjesto jedne dominantne svjetske valute.

Glavne riječi: dolar, svjetska valuta, globalna financijska kriza

JEL klasifikacija: F31

Abstract

The subject of the paper is the importance of the dollar as a world currency. The paper analyzes how the dollar became a world currency, the implications of its role as a world currency in the economy of the United States and other countries, and how various changes in the world economy (the global financial crisis that began in 2007, the emergence and growing importance of the euro, and the potential growth of the yuan) affect the status of the dollar as a world currency. In accordance with the topic of the paper, the historical context or environment in which the dollar has emerged as the leading world currency is analysed, along with economic context in which the phenomena prominently connects this world currency issuer with the economy of the country and its impact on other countries. The impact of the global financial crisis on the dollar, its current status and future perspectives are also analyzed. Accelerated growth in developing countries and the increase in the importance of the euro and the yuan in international payments represent challenges to the dollar in the near future, when it is expected that a system will develop using several world currencies, instead of one dominant world currency.

Keywords: dollar, world currency, global financial crisis

JEL classification: F31

1. Uvod

Cilj rada jest analizirati ulogu dolara kao svjetske valute, promotriti kako je i zašto dolar postao svjetska valuta, koje su implikacije uloge dolara kao svjetske valute na gospodarstvo Sjedinjenih Amer-

ičkih Država i ostale zemlje te kako su razne promjene u svjetskom gospodarstvu (globalna financijska kriza koja je započela 2007. godine, pojava i rast važnosti eura te potencijalni rast juana) utjecale na status dolara. U sklopu toga promatra se povijesni kontekst, odnosno okruženje iz kojeg je dolar

Dr. sc. **Hrvoje Jošić**

Ekonomski fakultet Sveučilišta
u Zagrebu
E-mail: hjosic@efzg.hr

Petar Mezga, bacc. oec.

Student Ekonomskog fakulteta
Sveučilišta u Zagrebu
E-mail: petar.mezga@gmail.com

Hrvoje Jošić, PhD

Faculty of Economics and Business,
University of Zagreb
E-mail: hjosic@efzg.hr

Petar Mezga, bacc. oec.

Student at the Faculty of Economics and
Business, University of Zagreb
E-mail: petar.mezga@gmail.com

proizašao kao vodeća svjetska valuta, i ekonomski kontekst ove teme u kojem se ističu neki fenomeni koji povezuju svjetske valute s gospodarstvom zemlje emitenta te utjecaj na ostale zemlje. Analizira se i utjecaj globalne financijske krize, trenutačno stanje te buduća perspektiva, odnosno utjecaj promjena u svjetskom gospodarstvu na dolar i rast važnosti eura i juana. Termin „svjetska valuta“ umjesto „rezervna valuta“ izabran je zbog većeg opsega značenja izraza „svjetska valuta“. Kriteriji za ocjenu ima li određena valuta ulogu svjetske valute jesu: (1) zastupljenost u fakturiranju u međunarodnoj trgovini, (2) upotreba te valute za izražavanje cijena važnih energenata, sirovina i međuproizvoda te kao mjerilo vrijednosti za sve ostale proizvode i usluge, velike investicijske projekte, makroekonomske pokazatelje država diljem svijeta, (3) da ima funkciju očuvanja vrijednosti za fizičke i pravne osobe diljem svijeta, vrlo visoku likvidnost i konvertibilnost te upotrebu na financijskim tržištima itd. Time je njezin utjecaj znatno širi i kompleksniji od same funkcije devizne rezerve.

Razlog su odabira ove teme promjene do kojih je došlo u posljednjih nekoliko desetljeća, kao što su napredak zemalja u razvoju, proces globalizacije, globalna financijska kriza koja je započela 2007. godine, nastanak europske monetarne unije, promjene na Bliskom istoku i ostali čimbenici koji utječu na relativan pad utjecaja SAD-a i time ulogu dolara kao svjetske valute čine upitnom. Posljednjih godina obnovljena je rasprava o budućnosti svjetskih i rezervnih valuta te se očekuju promjene u tom pogledu. Mnogobrojni radovi analiziraju ulogu dolara kao svjetske valute, npr. analizom uloge dolara tijekom povijesti (Bordo, 1993.), prikazivanjem sličnosti između britanske funte i dolara u kontekstu promjena do kojih dolazi kad nova svjetska valuta nadjača staru (Eichengreen, 2005.), analizom utjecaja globalne financijske krize koja je započela 2007. godine na dolar kao svjetsku valutu (Eichengreen, 2013.) te analizom implikacija na gospodarstvo SAD-a i svijeta ako dolar izgubi na važnosti kao svjetska valuta (Goldberg, 2011.). Razumijevanje te teme i njezina konteksta bit će važno za razumijevanje promjena na svjetskom financijskom tržištu u idućim godinama. U radu je uključena kombinacija kvalitativnih i kvantitativnih znanstvenih metoda te analiza budući da je mnogobrojne čimbenike koji utječu na svjetske valute teško ili nemoguće

kvalificirati, pogotovo političke čimbenike. Dobiveni rezultati sintezom su spojeni u koherentnu cjelinu. Upotrijebljeni su povijesni empirijski podaci i radovi koji obrađuju povijesni i politički aspekt odabrane teme za prvo poglavlje te novi empirijski podaci i analize za istraživanje današnjeg stanja. Za usporedbu empirijskih podataka različitih valuta, zemalja i njihovih makroekonomskih pokazatelja primijenjena je komparativna metoda.

Rad se sastoji od šest poglavlja s uvodom i zaključkom. U drugom poglavlju razmatra se povijesni i politički kontekst dolara kao svjetske valute. Analizira se uloga i važnost dolara nakon Drugog svjetskog rata te kako su politički i povijesni događaji utjecali na njegovu važnost do danas. U trećem poglavlju razmatra se ekonomski kontekst i utjecaj globalne krize na dolar, a četvrto poglavlje ukazuje na ulogu eura kao svjetske valute i jačanje juana u međunarodnim plaćanjima. Peto poglavlje daje buduće perspektive iz kojih je moguće formirati očekivanja o budućnosti dolara i ostalih svjetskih valuta.

2. Povijesni i politički kontekst dolara kao svjetske valute

Tijekom povijesti različite valute služile su kao rezervne valute ovisno o dominantnim gospodarstvima i trgovačkim silama u svojem vremenu. Cilj je ovog poglavlja razumijevanje konteksta u kojem se našao dolar nakon Drugog svjetskog rata te kako su politički i povijesni događaji utjecali na njegovu važnost do danas. Prije Drugog svjetskog rata dominantna svjetska valuta bila je britanska funta (u daljnjem tekstu „sterling“) zahvaljujući globalnoj dominaciji Britanskog Carstva. Uspostavom FED-a 1914. godine te zbog konvertibilnosti dolara za zlato za vrijeme Prvog svjetskog rata, u razdoblju od Prvog svjetskog rata te do tridesetih godina 20. stoljeća ulogu svjetske rezervne valute dijelili su sterling, dolar i francuski franak (Eichengreen, 2005.). Krajem Drugog svjetskog rata utjecaj Ujedinjenog Kraljevstva u svijetu umnogome je smanjen zbog visokih troškova rata i relativnog rasta važnosti SAD-a. Time se nastavio pad važnosti sterlinga kao rezervne valute i dolar se počeo probijati kao dominantna rezervna valuta. No, bitno je istaknuti da je ta tranzicija bila vrlo dug proces. Dijelom zbog inercije zamjene jedne valute drugom, a dije-

lom zbog velike akumulacije sterlinga u rezervama središnjih banaka te lojalnosti i povezanosti dotičnih zemalja s Ujedinjenim Kraljevstvom.

Mnoge zemlje Britanskog Carstva (koje se smanjivalo iz godine u godinu proglašavanjem neovisnosti kolonija) godinama su zadržale sterling kao rezervnu valutu u središnjim bankama što je oduljilo tranziciju sa sterlinga prema dolaru. Uz potporu zemalja Commonwealtha Ujedinjeno Kraljevstvo angažiralo je i potporu zemalja skupine G-10, SAD-a i Međunarodnog monetarnog fonda. U suradnji s europskim središnjim bankama, FED-om i MMF-om Ujedinjeno Kraljevstvo uspjelo je kontrolirati pad važnosti sterlinga uvjerivši ih da je izbjegavanje kolapsa sterlinga u interesu svih zemalja (Schenk, 2009.). U slučaju znatnog i naglog pada udjela sterlinga u rezervama središnjih banaka došlo bi do velike deprecijacije i kolapsa sterlinga. Osim izravne štete kojoj bi bile izložene središnje banke koje imaju rezerve u sterlingu, kolaps jedne tako važne valute imao bi vrlo negativan utjecaj na projekte rekonstrukcije Europe nakon Drugog svjetskog rata te na globalno gospodarstvo i trgovinu budući je Ujedinjeno Kraljevstvo bilo važan uvoznik svjetskih dobara.

Fiksni paritet dolara za zlato koji je dogovoren u Bretton Woodsu (35 dolara po unci zlata) uz mogućnost konvertibilnosti dolara za zlato učvrstio je ulogu dolara kao svjetske valute. Također, taj je sustav mogao opstati samo ako vodstvo Sjedinjenih Američkih Država zadovoljava uvjet konvertibilnosti dolara za zlato (Matić, 2004.). Sjedinjene Američke Države bile su u mogućnosti prekinuti taj sustav u bilo kojem trenutku, što se kasnije i dogodilo. No unatoč vrlo povoljnim uvjetima za dolar, reči da je dolar nametnut ostatku svijeta bilo bi pogrešno. Bruto domaći proizvod Sjedinjenih Američkih Država na kraju Drugog svjetskog rata iznosio je gotovo 30 % svjetskog BDP-a (Maddison, 2007.), a gospodarstva ostalih razvijenih država bila su uništena. Dolar je bio jedina opcija kao rezervna valuta budući da sterling zbog oslabljenoga gospodarstva Ujedinjenog Kraljevstva nije bio u mogućnosti obaviti tu funkciju. Nakon oporavka Zapadne Europe Marshallovim planom i rješavanjem mnogih izazova koji su doveli u pitanje opstanak monetarnog sustava dogovorenog u Bretton Woodsu uslijedile su zlatne godine američkoga gospodarstva.

Zbog uloge koju su Sjedinjene Američke Države imale u svjetskom gospodarstvu, otvorenosti i razvijenosti financijskih tržišta te važnosti u svjetskoj trgovini dolar je u 1950-ima preuzeo vodeću ulogu u svijetu umjesto sterlinga.

U idućim desetljećima došlo je do daljnjeg povećanja udjela dolara u deviznim rezervama u svijetu te postupnog opadanja važnosti sterlinga. Sredinom 1970-ih udio sterlinga pao je ispod 5 % čime je ta tranzicija završena. Postupnom tranzicijom izbjegnute su šokovi uz pomoć Sjedinjenih Američkih Država i zemalja Commonwealtha koje su pristale zadržati znatne količine sterlinga u deviznim rezervama tijekom tog razdoblja (Schenk, 2009.: 17-24). Oporavkom gospodarstava europskih država i Japana u ranim 1950-im godinama ispravile su se neravnoteže u njihovim bilancama plaćanja, oduzimajući dio tržišta američkim izvoznicima. To je dovelo do smanjenja suficita tekućih transakcija kod Sjedinjenih Američkih Država, što je u kombinaciji sa znatnim odljevom kapitala u obliku izravnih investicija u inozemstvo dovelo do znatnog odljeva dolara iz Sjedinjenih Američkih Država. Nakon nekoliko godina tog trenda postalo je jasno da je količina dolara u svijetu mnogo veća od količine zlata u pozadini tih dolara na temelju sporazuma u Bretton Woodsu. Naime, dolar je bio izvor likvidnosti u svjetskom gospodarstvu, no da bi se ponuda te likvidnosti održala, Sjedinjene Američke Države morale su imati deficit u bilanci plaćanja (Bordo, 1993.). Zbog blage inflacije koja je trajala za vrijeme 1950-ih i 1960-ih te nepromijenjene cijene zlata koja je zbog sporazuma u Bretton Woodsu bila fiksirana u 1968. godini, razvilo se paralelno tržište zlatom uz cijenu veću od 35 dolara po unci. U kombinaciji s ekspanzivnom monetarnom politikom za potrebe financiranja rata u Vijetnamu te sve većoj percipiranoj precijenjenosti dolara konvertibilnost je postala neodrživa. Godine 1971. predsjednik Nixon proglasio je kraj konvertibilnosti dolara za zlato (Copeland, 2008.). Dolaru je zbog ukidanja konvertibilnosti prijetio gubitak važnosti, pogotovo kad su zemlje OPEC-a u 1971. počele raspravljati o prestanku upotrebe dolara za naplatu potraživanja za prodaju nafte. Time bi pozicija dolara bila bitno ugrožena s obzirom na važnost nafte u svjetskoj trgovini. Zbog toga je predsjednik Nixon velikim brojem dogovora sa Saudijskom Arabijom i zemljama OPEC-a dogovorio nastavak upotrebe

Jošić, H., Mezga, P.

Važnost dolara kao svjetske valute

dolara u trgovini naftom u zamjenu za prodaju oružja i vojnu zaštitu (Nunan, 2004.). Dolar je u idućem razdoblju izgubio dio svoje važnosti, no još je uvijek ostao dominantna rezervna valuta.

Kao rezultat dugogodišnje neravnoteže postojao je znatan nedostatak dolara i zlata u odnosu na rastuću svjetsku trgovinu i potražnju za dolarom koji je prijetio održivosti fiksnog pariteta dolara i 1969. godine ponukao MMF na akciju. U svrhu održavanja fiksnog režima *brettonwoodskog* sustava MMF je kreirao novu vrstu imovine koja može služiti kao rezervna valuta: posebna prava vučenja (PPV) (engl. *special drawing rights*, SDR ili XDR). Posebna prava vučenja nude vlasnicima mogućnost zamjene PPV-a za konvertibilne valute od kojih se PPV sastoji. Inicijalno je vrijednost PPV-a određena kao 0,888671 grama zlata, odnosno 1 dolar. No ukidanjem konvertibilnosti zlata PPV je redefiniran kao košarica valuta te se svakih pet godina odlučuje o kompoziciji te košarice. Trenutačno su u njoj dolar, euro, jen i sterling. Odluka o novoj kompoziciji košarice donijet će se tijekom 2015.

3. Ekonomski kontekst i utjecaj globalne financijske krize na dolar

U ovom dijelu bit će riječi o ekonomskom aspektu ove teme, odnosno utjecaju svjetske valute na makroekonomske pokazatelje njezina emitenta i pokazatelje ostalih zemalja te utjecaju globalne financijske krize na dolar. Prva je korist za zemlju emitenta emisijska dobit (engl. *seigniorage*) odnosno razlika između kamate zarađene od vrijednosnica koje središnja banka otkupljuje pri monetarnoj ekspanziji i troška tiskanja ili kovanja novčanice ili kovanice. Ona predstavlja dobit za izdavatelja. U slučaju SAD-a ta je dobit prihod državnog budžeta (Neumann, 1992.). SAD je pozicioniranjem dolara kao svjetske valute osigurao dodatan izvor prihoda jer svijet može apsorbirati vrlo veliku količinu dolara te si SAD može priuštiti znatno veću monetarnu ekspanziju od ostalih zemalja bez rizika od inflacije i tako ostvariti veću emisijsku dobit. No emisijska dobit nije vrlo bitna s obzirom na veličinu gospodarstva SAD-a (oko 2,5 milijardi dolara uz matnu stopu od 0,25 % ili 20 milijardi dolara uz 2 % (Goldberg, 2011.: 6). Druga je korist činjenica da se SAD, budući da izdaje svjetsku valutu, ne mora brinuti zbog krize bilance plaćanja jer deficite

plaćaju u vlastitoj valuti. Taj privilegij nazvan je *ex-orbitant privilege*, odnosno zeleniški ili pretjerani privilegij. No činjenica da se uvoz plaća u vlastitoj valuti ne znači da je ta mogućnost neograničena. Kao što je prethodno spomenuto, znatan deficit dovodi do deprecijacijskog pritiska na valutu te ubrzo postaje neodrživ. Taj problem poznat je kao Triffinova dilema. Tu ideju prezentirao je Robert Triffin rekavši da ponuda svjetske valute od strane emitenta neizbježno dovodi do trgovinskog deficita zemlje emitenta. To dovodi u konflikt domaću i međunarodnu monetarnu politiku zemlje koja emitira dotičnu valutu (Jeanne, 2011.).

Taj problem predstavljen je još u vrijeme *brettonwoodskog* sustava, no vrijedi i danas. Velika potražnja za svjetskom valutom predstavlja i aprecijacijski pritisak, što narušava konkurentnost gospodarstva emitenta. Još je jedna od koristi implicitna funkcija rezervne valute koja se očitovala u slučaju sterlinga pri padu važnosti sterlinga, a to je da kada zemlje u svojim deviznim rezervama (ali i u privatnoj štednji) imaju veliku količinu određene valute znatne promjene vrijednosti, te valute postaju od njihove strateške važnosti. Na taj način emitenti svjetskih valuta ostvaruju dodatnu političku korist jer stabilnost njihove valute postaje interes svih zemalja koje imaju veće količine njihove valute u deviznim rezervama. Djelomično su zbog toga mnoge zemlje Commonwealtha zadržale znatne količine sterlinga u svojim deviznim rezervama čime je izbjegnuto kolaps sterlinga do kojeg bi u suprotnom došlo.

Utjecaj svjetskih valuta nije limitiran samo na zemlju emitenta nego ima dalekosežne posljedice na trgovinske partnere i sve zemlje koje truju važnim sirovinama i energentima čija se cijena iskazuje u svjetskoj valuti te čija se plaćanja također provode u svjetskoj valuti. Svjetske valute na mnogo načina djeluju na gospodarstva ostalih zemalja u svijetu, uzrokujući dolarizaciju te djelomičan gubitak suvereniteta, razne izazove u plasmanu deviza ako je riječ o zemljama s visokim suficitima u trgovinskoj bilanci.

Dolarizacija je pojava koja predstavlja upotrebu strane valute (ne samo dolara nego bilo koje druge valute) u domaćem gospodarstvu zemlje. Razlozi zbog kojih dolazi do dolarizacije jesu nepovjerenje u nacionalnu valutu (negativna očekivanja, strah

od inflacije, deprecijacije ili devalvacije), visoka inflacija i želja za očuvanjem vrijednosti. Unutarnje razloge možemo promatrati kao *push*-faktore koji potiču stanovništvo i poduzeća da manje upotrebljavaju domaću valutu, a važnost svjetskih valuta možemo promatrati kao *pull*-faktor i oni potiču sudionike na financijskim tržištima na upotrebu one valute koja ima najveći utjecaj na to gospodarstvo (utjecaj ovisi o denominaciji faktura u uvozu i izvozu, razini povezanosti i prometa s međunarodnim financijskim tržištima, turizmu, kulturnom i političkom značenju itd.). Dolarizacija se tako može promatrati kao još jedan aspekt važnosti svjetske valute.

Negativne strane dolarizacije gubitak su emisijske dobiti i *de facto* nepostojanje monetarne politike i monetarne vlasti ako je riječ o službenoj dolarizaciji (Ghosh i suradnici, 2002.). Prema Ivković (2011.) temeljni su nedostaci dolarizacije financijskog sustava osjetljivost ekonomije na eksterne šokove, povećanje bilančnih rizika u ekonomijama u kojima postoji vremenska neusklađenost prihoda i rashoda tržišnih sudionika, povećanje kreditnog rizika banaka u uvjetima izraženije deprecijacije nacionalne valute, smanjenje učinkovitosti monetarne politike slabljenjem kanala kamatnih stopa i jačanjem transmisijskog učinka deviznog tečaja te povećanje volatilnosti inflacije. No u nekim slučajevima pozitivni učinci dolarizacije znatno su veći od negativnog aspekta gubitka monetarne suverenosti. Među njima su stabilnost valute, smanjenje rizika od neravnoteže u bilanci plaćanja ako se preuzima svjetska valuta kojom zemlja trguje, izbjegavanje inflacije, izbjegavanje rizika od loše monetarne politike (gubitak suvereniteta može biti pozitivan ako ne postoji odgovarajuće vodstvo koje može usmjeriti monetarnu politiku u pravom smjeru) (Berg i Borensztein, 2000.). Dolarizacija povećava potražnju za preuzetom valutom noseći veću emisijsku dobit zemlji koja ju emitira te poboljšava poziciju preuzete valute u svijetu. Taj učinak događa se bez obzira na to je li riječ o službenoj ili neslužbenoj dolarizaciji. Osnivanjem Nove razvojne banke (NZB) od strane zemalja u razvoju (Brazila, Rusije, Kine, Indije i Južnoafričke Republike) tijekom 2014. i 2015. godine stvorena je snažna opozicija djelovanju Svjetske banke i MMF-a. Rusija i Kina također razmatraju uspostavu vlastitog sustava međubankarskih transakcija, sličnog međunarodnom sustavu

bankarskih transakcija SWIFT-u.

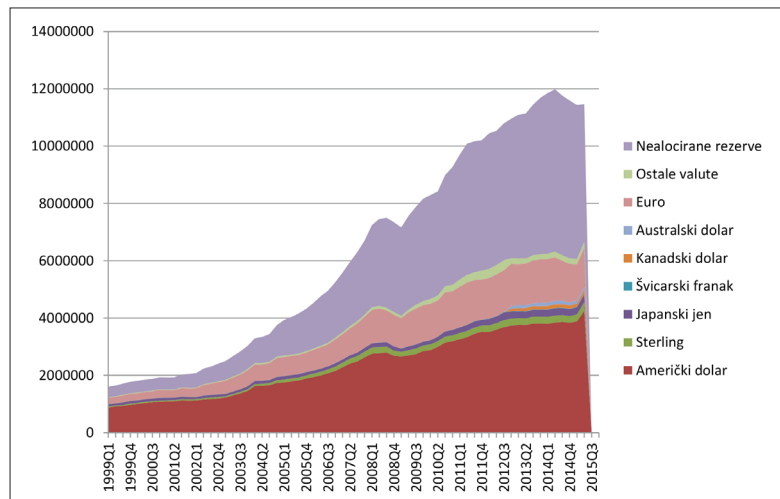
Zbog važnosti trgovine naftom te volumena prihoda od nafte plasman dolara zarađenih od prodaje nafte (engl. *petrodollar*) već je desetljećima imao bitan utjecaj. Najveći proizvođači sirove nafte u 2013. bili su Saudijska Arabija (13,1 %), Rusija (12,9 %), Sjedinjene Američke Države (10,8 %), Kina (5 %) i Iran (4 %) te velik broj manjih zemalja u području Bliskog istoka (BP, 2014.). Sredstva zarađena od prodaje nafte (koja su dosad većinom bila u dolarima) u velikom broju zemalja mnogo su veća nego što se može investirati u domaćem gospodarstvu. Zbog toga zemlje izvoznice nafte višak sredstava plasiraju na svjetsko tržište u obliku depozita u dolarima, kupnjom vrijednosnih papira denominiranih u dolarima ili uvozom. Tako se dolari vraćaju u zemlju koja ih je iskoristila za plaćanje uvoza nafte. Taj fenomen naziva se *petrodollar recycling*. Najveća opasnost za petrodolar bilo bi povezivanje Rusije s Kinom u njezinim planovima za jačanje juana u svijetu. Slične karakteristike mogu se pridodati i prodaji drugih sirovina poput metala, ostalih energenata ili čak industrijskih proizvoda u slučaju Kine i mnogih drugih zemalja jugoistočne Azije. Zajedničke su im značajke akumulacija dolara na temelju trgovinskog suficita te plasman viška dolara na tržišta kapitala u SAD-u. Ta sredstva imala su pozitivne, ali i negativne učinke na gospodarstvo SAD-a. Pozitivni uključuju kupnju američkih državnih obveznica čija kamatna stopa ostaje niska u velikoj mjeri zahvaljujući potrebi tih zemalja za plasiranjem sredstava na svjetskom tržištu. No postavlja se pitanje što će se dogoditi kad potražnja u tim zemljama poraste s rastom BDP-a. Tada će manje sredstava biti plasirano u investicije poput američkih državnih obveznica i njihovu moguću prodaju, što bi dovelo do rasta kamatnih stopa na američki državni dug i time znatno ugrozilo poziciju SAD-a i dolara (Nsouli, 2006.). Zbog toga je održavanje statusa dolara kao svjetske valute od vitalne važnosti za SAD jer mu omogućuje jeftino financiranje znatnih deficita.

Posljednjih nekoliko desetljeća došlo je do procesa postupne konvergencije mnogih država svijeta u odnosu na SAD na razini trgovine, tehnološkog razvoja, životnog standarda itd. Taj proces je uzrokovao relativan pad važnosti američkoga gospodarstva, a time i dolara. U vrlo sličnoj situaciji našla se Velika

Jošić, H., Mezga, P.

Važnost dolara kao svjetske valute

Slika 1. Kompozicija svjetskih deviznih rezervi (Q1/1999. – Q3/2015) (u milijunima dolara)



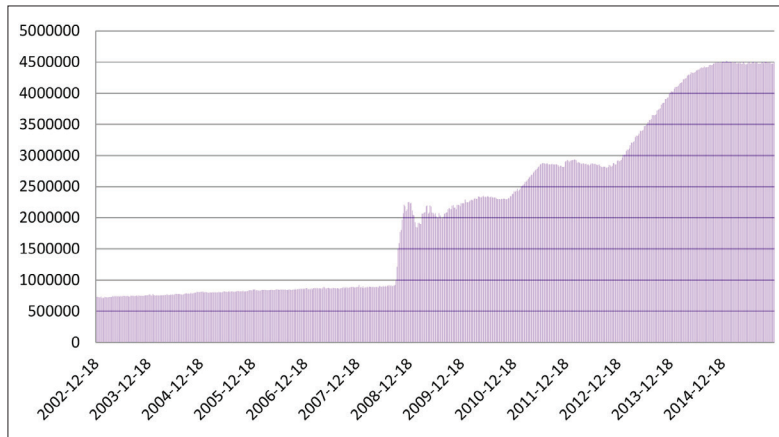
Izvor: izrada autora prema podacima International Monetary Fund (2014).

Britanija i sterling krajem 19. i početkom 20. stoljeća porastom industrijalizacije u europskim zemljama. No, rast ostatka svijeta nije jedini uzrok te promjene. SAD također gubi premoć zbog unutarnjih političkih podjela, troškova ratova, globalne financijske krize, rasta duga, demografskih promjena (postupan odlazak u mirovinu *baby boom* naraštaja) i drugih razloga. Globalizacija je transformirala tržište rada te se posljednjih desetljeća radnici natječu ne samo sa svojim sunarodnjacima nego i s radnicima diljem svijeta, što dovodi do gubitka radnih mjesta u sekundarnom sektoru u SAD-u, ali i mnogim drugim razvijenim zemljama s visokim troškovima rada. Ta situacija otvorila je prostor za jačanje ostalih valuta te će definirati kretanje tog aspekta svjetskoga gospodarstva u nadolazećim desetljećima. Globalizacija i liberalizacija trgovine dovele su do utrostručenja svjetske trgovine od 1990. do 2008. (World Trade Organization, 2012.: 4). To je rezultiralo povećanjem međunarodnih financijskih tokova te povećanjem deviznih rezervi u zemljama diljem svijeta što ulogu svjetskih valuta čini znatno važnijom nego u prošlosti. Utjecaj na devizne rezerve te kompozicija deviznih rezervi mogu se vidjeti na slici 1.

Kao odgovor na globalnu financijsku krizu, povećanja

njem averzije prema riziku te smanjenjem obujma plasiranih kredita od komercijalnih banaka u Sjedinjenim Američkim Državama Federalne rezerve počele su provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku s ciljem povećanja likvidnosti na financijskom tržištu te poticanjem investicija i potrošnje nižim kamatnim stopama (Krishnamurthy i Vissing-Jorgensen, 2011.). Iako je monetarna ekspanzija u vrijeme recesije prilično konvencionalan odgovor, politika Federalnih rezervi bila je vrlo nekonvencionalna zbog izrazito velikog opsega monetarne ekspanzije. Razlozi su za takvu monetarnu ekspanziju mnogobrojni: nedostatak likvidnosti, strah od nedostatne ekspanzije, smanjenje brzine kolanja novca (zbog nesigurnosti naplata potraživanja) i pada monetarnog multiplikatora koji je znak zakazivanja transmisijskog mehanizma (banke su postrožile uvjete kreditiranja da do te mjere da su zadržale znatan dio posuđenih sredstava od FED-a u vlastitoj aktivi zbog nepouzdanja u kreditne rejtinge ostalih financijskih institucija i nefinancijskih poduzeća te je smanjeno kreditiranje stanovništva zbog neizvjesnosti na tržištu rada i gubitka kupovne moći). Zakazivanje transmisijskog mehanizma stvorilo je potrebu za znatnim povećanjem M1 (jer jedino se povećanjem M1 može održati odgovarajuća razina

Slika 2. Aktiva Federalnih rezervi, 2002. – 2014. (u milijunima dolara)



Izvor: izrada autora prema podacima Federal Reserve Bank (2015.).

M2 pri smanjenju monetarnog multiplikatora).

Na slici 2 vidi se opseg spomenute monetarne ekspanzije uz trostruko povećanje aktive Federalnih rezervi u razdoblju od samo tri godine. Učinak takve monetarne ekspanzije nije limitiran samo na kamatne stope, potrošnju i investicije nego je imao dalekosežne posljedice na kretanje tečaja dolara te na tokove kapitala u svijetu.

U SAD-u nije bilo dovoljno investicijskih prilika da bi se apsorbirala takva količina sredstava (čemu je pridonijela rastuća averzija prema riziku) te je došlo do akumulacije rezervi banaka znatno iznad zakonskih rezervi (Keister i McAndrews, 2009.). Zahvaljujući tomu velika je količina sredstava kapitalnim tokovima otišla u ostale zemlje, pogotovo zemlje u razvoju, povećavajući inflaciju i narušavajući konkurentnost tih zemalja (Eichengreen, 2013.). Uz utjecaj deprecijacije dolara na konkurentnost američkoga gospodarstva, ti su tokovi kapitala imali vrlo velik učinak na smanjenje konkurentnosti određenih zemalja u razvoju. Time je SAD *de facto* počeo izvoziti svoju nestabilnost, a to je mogao učiniti u velikoj mjeri zbog statusa dolara u svijetu. Utjecaj je bio asimetričan i nisu sve zemlje pogođene u jednakoj mjeri.

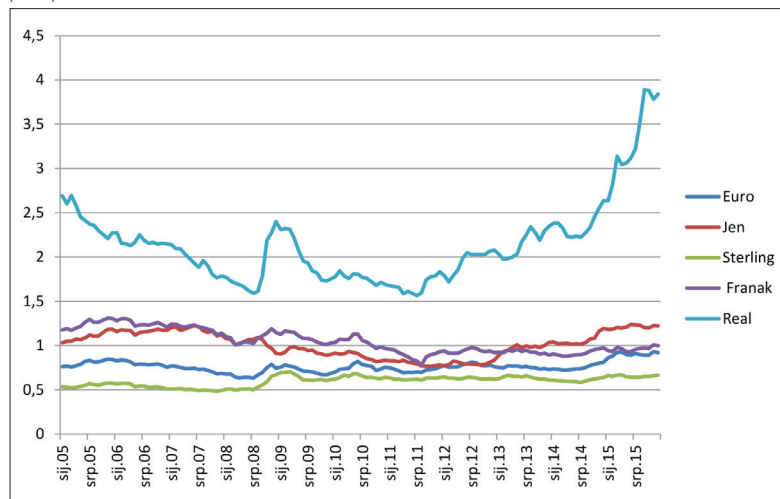
Na slici 3 prikazano je kretanje nominalnog tečaja odabranih valuta zemalja u odnosu na američki dolar u razdoblju od 2005. do 2015. godine. Najjače

je pogođen brazilski real, zbog čega je brazilski ministar financija Guido Mantega 2010. godine optužio Sjedinjene Američke Države da provode valutni rat. Valja se podsjetiti konteksta u kojem je došlo do valutnih ratova u 1930-im godinama za vrijeme Velike depresije. Zemlje su pokušavale izaći iz krize pomoću devalvacija i pokušaja da se tako poveća izvoz. Devalvacijom su domaći proizvodi postali relativno jeftiniji u odnosu na strane, što bi povećalo izvoz i smanjilo uvoz. To bi ozbiljno oštetilo trgovinske partnere jer njihov uvoz je izvoz zemlje koja je provela devalvaciju i obrnuto. Zemlje koje su napustile zlatni standard, provele monetarnu ekspanziju, snizile kamatne stope i ohrabrine potrošnju i kreditiranje prije su izašle iz krize. Te su politike funkcionirale čak i kad se gospodarstvo nalazilo u zamci likvidnosti zbog utjecaja monetarne ekspanzije na devizni tečaj, odnosno devalvaciju i povećanje izvoza kao rezultat devalvacije. Kao odgovor na devalvaciju, ostale zemlje također bi provele devalvaciju, pokušavajući neutralizirati učinak devalvacije ostalih zemalja ili pokušavajući „izvesti“ svoju nezaposlenost tim putem. Neto rezultat bio je to da nijedna zemlja koja je napustila zlatni standard i krenula putem valutnih ratova nije uspjela vratiti razinu izvoza na onu iz 1929. godine. Drugim riječima, u valutnim ratovima nije bilo pobjednika iako je u kratkom roku bilo pozitivnih

Jošić, H., Mezga, P.

Važnost dolara kao svjetske valute

Slika 3. Kretanje nominalnog tečaja odabranih valuta u odnosu na dolar u razdoblju od 2005. do 2015. godine (mjesečni podaci)



Izvor: izrada autora prema podacima sa stranice <http://fxtop.com/en/historical-exchange-rates.php> [20. 12. 2015.].

Napomena: Jeni su prikazani u 100 jedinica valute.

učinaka. Konstantne devalvacije također su imale vrlo negativan utjecaj na povjerenje i očekivanja na tržištu. Monetarna ekspanzija FED-a i deprecijacija dolara do koje je došlo mnoge je podsjetila na tu dinamiku te su upućene mnogobrojne kritike SAD-u da pokušava „izvesti“ svoju krizu deprecijacijom dolara.

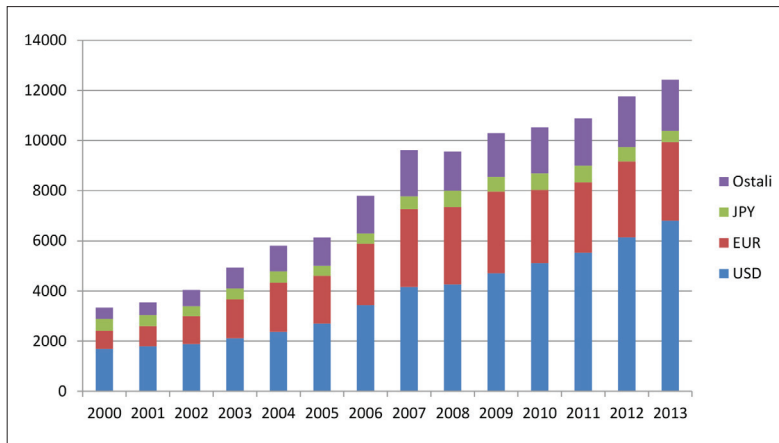
Slične ekspanzivne monetarne politike provodile su središnje banke eurozone i Japana, no u znatno manjoj mjeri. Za relativnu usporedbu, na slici 3 može se vidjeti kako se to odrazilo na tečajeve eura, jena, sterlinga i švicarskog franka u odnosu na dolar. Iz priloženog je vidljivo da je unatoč monetarnoj ekspanziji u eurozoni i Japanu došlo do znatne aprecijacije eura, a pogotovo jena u odnosu na dolar do 2012. godine. To dodatno svjedoči o opsegu povećanja ponude novca do kojeg je došlo u Sjedinjenim Američkim Državama.

4. Uloga eura kao svjetske valute i jačanje juana u međunarodnim plaćanjima

Još prije nastanka eura njemačka marka i francuski

frank imali su znatan udio u deviznim rezervama, status koji je euro naslijedio. Isplativost monetarne unije u kontekstu domaće monetarne politike dovedena je u pitanje zbog različitih potreba europskih zemalja u pogledu monetarne politike te zbog dužničke i bankarske krize, no taj je aspekt manje bitan za ovu temu. Isplativost u kontekstu međunarodne monetarne politike manje je upitna, jer zajedničkim nastupom na svjetskom financijskom tržištu europske zemlje uspjele su ostvariti bolju poziciju zajedno nego što su to mogle individualno. U godinama nakon uvođenja (1999. godine) euro se počeo sve više upotrebljavati za fakturiranje u međunarodnoj trgovini, na financijskim tržištima, kao rezervna valuta i u ostale svrhe koje karakteriziraju svjetsku valutu (European Central Bank, 2005.). Dužnička i bankarska kriza u mnogim europskim državama znatno su poljuljale povjerenje u euro i u Europi i u svijetu te usporile internacionalizaciju eura. Nemoguće trojstvo ciljeva koji su zacrtani u eurozoni (zabranu monetizacije duga, individualna odgovornost zemalja za vlastiti javni dug i nezavisnost banaka) bitno je otežalo opora-

Slika 4. Ukupna vrijednost nedospjelih dužničkih vrijednosnica u razdoblju od 2000. do 2013. godine, uska mjera (u milijardama dolara)



Izvor: izrada autora prema podacima ECB Publications (2014).

vak od niza kriza (financijske krize 2008., dužničke i bankarske krize) (Pisani-Ferry, 2012.).

Jedno od rješenja problema tog trojstva jest fiskalna unija, no euroskepticizam i rast nacionalizma posljednjih godina kao rezultat krize čine fiskalnu uniju manje vjerojatnom u idućem razdoblju. Jedan je od načina mjerenja važnosti svjetske valute razina izdavanja vrijednosnih papira u toj valuti od strane nerezidenata, odnosno „uski“ koncept međunarodnog izdavanja (engl. *narrow measure*).

Na slici 4 vidi se povećanje obujma izdavanja vrijednosnih papira u svjetskim valutama od strane nerezidenata. Vidi se da je i prije krize dolar oduzimao udio euru još od 2005., da je taj trend ubrzan nakon financijske krize 2008. te da se nastavio zbog nesigurnosti na financijskom tržištu eurozone. Iz toga se može zaključiti da se ne može očekivati znatan napredak eura kao svjetske valute u skoroj budućnosti, barem dok ne dođe do promjena u eurozoni i Europskoj uniji.

Budućnost eura kao svjetske valute umnogome će ovisiti o odlukama zemalja eurozone te o tijeku daljnje integracije, ali i o gospodarskom rastu regije koji je posljednjih godina bio u stagnaciji. U razdoblju od 2000. do 2012. prosječna stopa rasta kineskog BDP-a bila je 10,3 % (BRICS, 2013.) što predstavlja vrlo nekonvencionalan fenomen. Ta

brzina rasta ostvarena je zahvaljujući povećanju konkurentnosti gospodarstva, liberalizaciji trgovine i kapitalnih tokova, otvaranju kineskoga gospodarstva, vrlo visokoj razini investicija te niskoj inicijalnoj razini BDP-a, odnosno znatnoj količini neiskorištenih resursa (prirodnih i ljudskih) čije angažiranje omogućuje visok rast u kratkom roku. Kina je trenutačno drugo najveće gospodarstvo u svijetu te vodeći svjetski izvoznik s 10,4 % udjela u svjetskom izvozu (World Trade Organization, 2012.: 18). S obzirom na stopu rasta i potencijal, zahvaljujući veličini populacije i geografske površine, za očekivati je da će u idućim desetljećima Kina postati dominantno svjetsko gospodarstvo te time i ekonomska i politička velesila. Postavlja se pitanje u kakvoj je poziciji juan kao kandidat za ulogu svjetske valute.

Unatoč velikom volumenu trgovine, juan se nije istaknuo kao valuta za fakturiranje uvoza i izvoza te se većina trgovine obavlja plaćanjem u dolarima. Juan se također ne upotrebljava u znatnim količinama kao rezervna valuta (0,8 % u 2010. godini) (Lee, 2014.). Budućnost juana kao svjetske valute ovisit će o rješavanju bitnih izazova poput:

- netransparentnosti kineske monetarne politike,
- budućnosti kineskoga političkog sustava,

Jošić, H., Mezga, P.

Važnost dolara kao svjetske valute

- nerazvijenosti financijskog sustava te nelikvidnosti domaćeg tržišta obveznica,
- ukidanja kapitalnih kontrola, i ulaznih i izlaznih, koje onemogućuju konvertibilnost juana,
- održavanja niske stope inflacije.

No nakon što se riješe ti izazovi i zadovolje potrebni uvjeti pred juanom će se naći i izazovi poput mrežnih eksternalija (činjenice da institucije upotrebljavaju određenu valutu jednim dijelom zato što ju svi upotrebljavaju) i inercije u tom pogledu (Deutsche Bank, 2010.). Rasprava o juanu kao svjetskoj valuti većinom je potaknuta rastom kineskoga gospodarstva, ali nije izgledno da će u skoroj budućnosti imati važnu ulogu. Postoji mogućnost da bude uvršten u PPV u 2015. ako Kina uspije ispuniti cilj pune konvertibilnosti juana, što se čini neizglednim. No u dalekoj budućnosti za očekivati je da će, kao i euro, imati znatan utjecaj te biti prisutan u deviznim rezervama glavnih trgovačkih partnera.

5. Buduće perspektive

Iz predstavljenih kritičkih razmatranja moguće je formirati očekivanja o budućnosti dolara i ostalih svjetskih valuta. Relativno smanjenje utjecaja američkoga gospodarstva dovelo je u pitanje ulogu dolara. No istodobno nije bilo ozbiljnog izazova dolaru kao dominantnoj svjetskoj valuti u dosadašnjem razdoblju zbog slabe pozicije gospodarstva Europske unije i eurozone čija je valuta posljednjih godina bila viđena kao potencijalni izazov.

Što bi pad utjecaja dolara značio za SAD? Utjecaj na emisijsku dobit bio bi beznačajan budući da je emisijska dobit malena. Ako bi uvoznici SAD-a morali plaćati uvoz u stranoj valuti, američko gospodarstvo bilo bi izloženo stranim šokovima. Znatno negativan utjecaj prouzročilo bi smanjenje potražnje za dolarom što bi povećalo troškove financiranja vrlo visokih deficita te veće kamatne stope kod refinanciranja postojećih dugova, pogotovo javnog duga, što bi dovelo do efekta istiskivanja (Goldberg, 2011.: 24). To bi ugrozilo poziciju američkoga gospodarstva i globalni utjecaj SAD-a jer je znatan dio javne potrošnje održavanje globalnog utjecaja (vojska, sigurnosne i obavještajne službe itd).

Rastom Kine i ostalih zemalja u razvoju koje pružaju otpor nadmoći dolara te simultanim relativnim

slabljem američkoga gospodarstva za očekivati je da će u idućim desetljećima doći do slabljenja dolara, no to će slabljenje najvjerojatnije biti postupno i bez većih šokova, jer:

- kao i u slučaju sterlinga, u interesu je zemalja koje posjeduju velike količine svjetske valute koja opada u značenju izbjeći velike šokove te valute jer bi time izgubile znatan dio rezervi;
- osim ekonomske, takva tranzicija ima i ogromnu političku važnost, a politička moć SAD-a još je uvijek velika;
- u današnjem globaliziranom gospodarstvu šokovi u jednoj zemlji brzo se prelijevaju i u ostale, kao što je evidentno iz krize u 2008., tako da je izbjegavanje šokova važne valute pitanje interesa svake zemlje, a ne samo SAD-a.

Za razliku od situacije u kojoj se našao sterling, dolar nema izrazito jakog izazivača u obliku alternativne valute. Euro, kao potencijalna alternativa, pokazao se nedovoljno snažnim da ozbiljno ugrozi poziciju dolara, no dovoljno važnim da postane jedna od svjetskih valuta i odzme dio te uloge dolaru. Na temelju toga za očekivati je da će sljedeće razdoblje biti razdoblje djelovanja više svjetskih valuta te da će se juan u sljedećim desetljećima pridružiti toj skupini, no nema indikacija da će ijedna od tih valuta dominirati kao dolar u razdoblju u razdoblju poslije Drugog svjetskog rata. Takav novi sustav smatra se boljim od trenutnog zbog manjeg utjecaja pojedine valute te diversifikacije rizika u svjetskom gospodarstvu do koje bi došlo.

No, preostaje još mnogo izazova do te potencijalne buduće perspektive. Pitanje održavanja europske monetarne unije i potencijalno stvaranje fiskalne unije odredit će budućnost eura. Održavanje rasta Kine i otvaranje gospodarstva prema ostatku svijeta te budućnost političkog sustava odredit će budućnost juana. U bilo kojem scenariju za očekivati je da će dolar još uvijek biti važna svjetska valuta, iako ne nužno dominantna kao do sada.

6. Zaključak

Uloga dolara kao svjetske valute na mnogo je načina definirala razvoj svjetskoga gospodarstva od druge polovine 20. stoljeća do danas. Nakon znatnih gubitaka europskih zemalja i Japana u Drugom svjetskom ratu dolar je kroz monetarni sustav

dogovoren u Bretton Woodsu 1945. omogućio stabilnost globalnog monetarnog sustava. Preuzevši ulogu sterlinga, postao je dominantna svjetska valuta s ulogom mjerila i očuvanja vrijednosti, transakcijskom ulogom u međunarodnim plaćanjima i dominantnom ulogom na financijskom tržištu. Oporavkom razvijenih zemalja, porastom deficita u trgovinskoj bilanci SAD-a te slomom *brettonwoodskog* monetarnog sustava 1971. godine važnost dolara postupno je opadala sve do danas, no dolar se održao kao dominantna svjetska valuta. Biti emitentom svjetske valute pokazalo se korisnim u kontekstu ostvarivanja nižih kamatnih stopa, lakšeg financiranja deficita i razvoja financijskog tržišta. No, pokazalo se također i dvosjeklim mačem, potičući rast deficita trgovinske bilance američkoga gospodarstva i negativnim utjecajem na konkurentnost

domaće industrije zbog aprecijacijskih pritisaka. Bez obzira na tu činjenicu, mnoge zemlje teže tome zbog mnogostrukih koristi koje svjetska valuta kao takva donosi domaćem gospodarstvu. Rastom važnosti eura i juana u međunarodnim plaćanjima očekuje se da će budućnost biti manje jednostrana nego što je to bila prošlost te da će više valuta istodobno imati tu ulogu. Premda se očekuje pad važnosti dolara u dugom roku, taj će pad najvjerojatnije biti vrlo spor, uz zadržavanje dolara u skupini svjetskih valuta u doglednom razdoblju. U bilo kojem scenariju pretpostavlja se da će dolar biti važna svjetska valuta, iako ne nužno dominantna kao do sada. Unatoč postupnom padu važnosti gospodarstva SAD-a, ono je još uvijek bitan čimbenik u svjetskom gospodarstvu.

Jošić, H., Mezga, P.

Važnost dolara kao svjetske valute

Literatura

Berg, A., Borensztein, E. (2000) *The pros and cons of full dollarization*. International Monetary Fund. Dostupno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues24/> [20. 12. 2015.].

Bordo, M. D. (1993) The Bretton Woods international monetary system: a historical overview. In *A retrospective on the Bretton Woods system: Lessons for international monetary reform* (pp. 3-108). University of Chicago Press. Dostupno na: <http://www.nber.org/chapters/c6867.pdf> [20. 12. 2015.].

BP (2014) BP Statistical Review of World Energy June 2014. Dostupno na: <http://www.bp.com/en/global/corporate/about-bp/energy-economics/statistical-review-of-world-energy.html> [20. 12. 2015.].

BRICS (2013) BRICS Joint statistical publication. Dostupno na: http://www.statssa.gov.za/news_archive/Docs/FINAL_BRICS%20PUBLICATION_PRINT_23%20MARCH%202013_Reworked.pdf [20. 12. 2015.].

Copeland, L. S. (2008) *Exchange rates and international finance*. Pearson Education.

Deutsche Bank (2010) Yuan as a reserve currency: Likely prospects & possible implications. Dostupno na: http://www.dbresearch.eu/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000260162.PDF [20. 12. 2015.].

ECB Publications (2014) The international role of the euro. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201407en.pdf?ee5b8a0c0066ecec80924d94524859e8> [20. 12. 2015.].

Eichengreen, B. (2005) Sterling's past, dollar's future: Historical perspectives on reserve currency competition (No. w11336). National Bureau of Economic Research. Dostupno na: <http://www.nber.org/papers/w11336.pdf> [20. 12. 2015.].

Eichengreen, B. (2013) Currency war or international policy coordination?. University of California, Berkeley, January. Dostupno na: http://eml.berkeley.edu/~eichengr/curr_war_JPM_2013.pdf [20. 12. 2015.].

European Central Bank (2005) Review of the international role of the euro. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role200512en.pdf> [20. 12. 2015.].

Fawley, B. W., Neely, C. J. (2013) Four stories of quantitative easing. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 95 (January/February, 2013). Dostupno na: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/13/01/Fawley.pdf> [20. 12. 2015.].

Federal Reserve Bank (2015) Fred Economic Data. Dostupno na: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/WALCL/downloaddata> [20. 12. 2015.].

Ghosh, A. R., Gulde-Wolf, A. M., Wolf, H. C. (2002) *Exchange rate regimes: choices and consequences* (Vol. 1). MIT Press. Dostupno na: <http://www.nber.org/chapters/c6869.pdf> [20. 12. 2015.].

Goldberg, L. (2011) The international role of the dollar: Does it matter if this changes? (No. 522). Staff Report, Federal Reserve Bank of New York. Dostupno na: <http://www.econstor.eu/handle/10419/60956> [20. 12. 2015.].

International Monetary Fund (2014) Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (CO-FER). Dostupno na: <https://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/> [20. 12. 2015.].

Ivković, A. (2011) Dollarization and possibilities for financial system de-dollarization. *Bankarstvo*, 3-4, 2011, 76-113. Dostupno na: http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2011/3_4/B03-04-2011-ivkovic.pdf [20. 12. 2015.].

Jeanne, O. (2011) The Triffin Dilemma and the Saver's Curse. In prepared for the 4th Santa Cruz Institute for International Economics (SCIE). *Journal of International Money and Finance Conference*, September: 23-24. Dostupno na: http://scie.ucsc.edu/JIMF4/OJeanne_Triffin0911.pdf [20. 12. 2015.].

Keister, T., McAndrews, J. (2009) Why are banks holding so many excess reserves? FRB of New York Staff Report, (380). Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1441280 [20. 12. 2015.].

Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A. (2011) The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy (No. w17555). National Bureau of Economic Research. Dostupno na: <http://www.nber.org/papers/w17555.pdf> [20. 12. 2015.].

Lee, J. W. (2014) Will the renminbi emerge as an international reserve currency? *The World Economy*, 37 (1): 42-62.

Maddison, A. (2007) *Contours of the world economy 1-2030 AD: Essays in macro-economic history*. Oxford University Press. Dostupno na: <http://books.google.hr/books?hl=en&lr=&id=a-JGgp2suQUC&oi=fnd&pg> [20. 12. 2015.].

Matić, B. (2004) *Međunarodno poslovanje*. Zagreb: Sinergija.

Neumann, M. J. (1992) Seigniorage in the United States: how much does the US government make from money production? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 74 (March/April, 1992). Dostupno na: http://research.stlouisfed.org/publications/review/92/03/Seigniorage_Mar_Apr1992.pdf [20. 12. 2015.].

Nsouli, S. M. (2006) Petrodollar Recycling And Global Imbalances, presentation. Dostupno na: <https://www.imf.org/external/np/speeches/2006/032306a.htm> [20. 12. 2015.].

Nunan, C. (2004) Petrodollar or Petroeuro? A new source of global conflict. *The Foundation for Economics of Sustainability, Feasta Review*, 2: 125-129.

Pisani-Ferry, J. (2012) The Euro crisis and the new impossible trinity, Bruegel Policy Contribution, No. 2012/01. Dostupno na: <https://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/72121/1/683140442.pdf> [20. 12. 2015.].

Schenk, C. (2009) The retirement of sterling as a reserve currency after 1945: lessons for the US dollar? Unpublished paper. Dostupno na: http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/workshops/history/history_paper2009/history1109.pdf [20. 12. 2015.].

World Trade Organization (2012) World trade 2011, Prospects for 2012: Trade growth to slow in 2012 after strong deceleration in 2011. Dostupno na: http://www.wto.org/english/news_e/pres12_e/pr658_e.pdf [20. 12. 2015.].